



Munich Personal RePEc Archive

# **Changing Global Financial Structure and 2007 Turbulances**

Sakarya, Burchan

Banking Regulation and Supervision Agency, Turkey

April 2008

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/69193/>

MPRA Paper No. 69193, posted 08 Feb 2016 12:30 UTC



BANKACILIK  
DÜZENLEME VE DENETLEME  
KURUMU

## Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları

Çalışma Tebliği

Sayı: 2 / Nisan 2008





# **BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU**

**Çalışma Tebliği**

**Sayı:2/ Nisan 2008**

## **Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları**

**Hazırlayan**

Burçhan SAKARYA

**Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı**

E-posta: [ct@bddk.org.tr](mailto:ct@bddk.org.tr)

Tel: (312) 455 65 29

Faks: (312) 424 08 74

ÇALIŞMA TEBLİĞLERİ, BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU TEŞKİLAT YÖNETMELİĞİ'NİN 18'İNCİ MADDESİ ÇERÇEVESİNDE HAZIRLANMIŞTIR. ÇALIŞMA TEBLİĞLERİ; MALİ SEKTÖR, RİSK, MAKRO EKONOMİ VE KURUMUN FAALİYET ALANINA GİREN DİĞER KONULARDA YAPILMAKTA OLAN ÇALIŞMALARDIR.

BU ÇALIŞMA BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMUNUN GÖRÜŞLERİNİ YANSITMAZ. TEBLİĞ, KAMUOYUNU BİLGİLENDİRME AMAÇLI OLUP, İÇİNDE YER ALAN BİLGİ VE VERİLERE DAYANARAK VERİLECEK YATIRIM YA DA BENZERİ KARARLARIN SONUÇLARINDAN BDDK VE YAZARLARI SORUMLU TUTULAMAZ. KAYNAK GÖSTERMEK KOŞULUYLA KISA ALINTILAR YAPILABİLİR.

#### **BANKACILIK DÜZENLEME VE DENETLEME KURUMU**

ATATÜRK BULVARI NO: 191 06680 KAVAKLIDERE ANKARA-TÜRKİYE

#### **İLETİŞİM BİLGİLERİ: STRATEJİ GELİŞTİRME DAİRE BAŞKANLIĞI**

TEL: (312) 455 65 29, FAKS: (312) 424 08 74

İNTERNET SİTESİ: [www.bddk.org.tr](http://www.bddk.org.tr)

E-POSTA: [ct@bddk.org.tr](mailto:ct@bddk.org.tr)

BU YAYIN TÜM İÇERİĞİ İLE BDDK İNTERNET SAYFASINDA YER ALMAKTADIR.

BDDK OFİSTEKNİK DOKÜMAN MERKEZİNDE 700 ADET BASILMIŞTIR.

BASIM TARİHİ: 30 NİSAN 2008

© 2008 BDDK

# Değişen Küresel Finansal Yapı ve 2007 Yılı Dalgalanmaları

Hazırlayan<sup>1</sup>

Burçhan SAKARYA

## ÖZET

Küresel piyasalarda 2006 yılının ikinci yarısından itibaren yeni bir döneme girildiği gözlenmektedir. Bu yeni dönem önceki dönemlere göre belirli açılardan farklılık arz etmektedir. Yeni dönem 1990'ların finansal krizler döneminden farklıdır; çünkü bu dönemde dalgalanmalar, ödemeler dengesi krizleri kadar derin değildir. 2000-2006 döneminden de farklıdır, çünkü küresel likidite koşulları değişirken temel olarak gelişmiş ekonomilerde yaşanan gelişmeler, finansal küreselleşmenin ulaştığı nokta, karmaşık finansal ürünlerdeki artış ve risk transferi sorunu gibi hususlar neticesinde daha yaygın etkileri olan ve kendini tekrarlayabilen türbülanslar görülmektedir. Bu çerçevede gözetim ve denetim otoritelerinin finansal istikrar açısından izlemek durumunda oldukları alanlarda ve göstergelerde değişimler gözlenmektedir. Bu yeni nesil göstergelerle güçlendirilmiş bir makro gözetim çerçevesiyle küresel konjonktürün izlenmesi ve politika belirlenmesi türbülanslardan etkilenme derecesini de etkileyebilecektir.

## ABSTRACT

Global financial markets have experienced several episodes of turbulences since mid-2006. This marks a new era and this new era displays a number of properties different than its predecessors. In this new period we observe many and wide spread fluctuations, while during 1990s can be described as a period of currency crises. This period is also different from 2000-2006 timeframe that the abundance of global liquidity is in question. Moreover, the increased financial globalization, rise in the type and number of complex financial instruments where the risks are further decomposed and transferred causes recurrent turbulences. In this framework, the fields and indicators that financial market supervisors follow in the quest of maintaining financial stability evolves. Thus the supervisory activities, enhanced with these indicators may well affect the degree of the effects on a given financial system.

---

<sup>1</sup> B. Sakarya: Bankacılık Başuzmanı

Bu çalışmanın hazırlanması sürecinde yorumlarıyla değerli katkılarını sunan Sayın Faruk DEMİR'e ve bazı verilerin derlenmesi sürecinde bana yardımcı olan Sayın H.Serkan AKSU ile Sayın Rıza TAN'a teşekkürü bir borç bilirim.



## İçindekiler

<b>GRAFİKLER .....</b>	<b>ii</b>
<b>TABLOLAR .....</b>	<b>iii</b>
<b>KUTULAR.....</b>	<b>iii</b>
<b>KISALTMALAR LİSTESİ.....</b>	<b>iv</b>
<b>1 GİRİŞ.....</b>	<b>1</b>
<b>2 KRİZLERE İLİŞKİN AMPİRİK MODELLER .....</b>	<b>2</b>
2.1 Finansal Kriz Modelleri .....	2
2.2 Ampirik Modellerin Ortak Çerçevesi .....	3
<b>3 FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE 2000'Lİ YILLARDA ULUSLARARASI FİNANSAL ÇERÇEVE .....</b>	<b>5</b>
3.1 Genel Çerçeve.....	5
3.2 Finansal Küreselleşme .....	5
3.3 Değişen Finansal Piyasalar .....	8
3.4 Yeni Finansal Ürünler ve Risk Transferi Sorunu.....	10
3.5 Küresel Likidite .....	13
3.5.1 Küresel Likidite Tanımı ve Olası Etkileri.....	13
3.5.2 Küresel Likidite Düzeyi Tahmin Yaklaşımları .....	14
<b>4 2006 VE 2007 DALGALANMALARINA KISA BİR BAKIŞ .....</b>	<b>19</b>
4.1 2006 Mayıs-Haziran Dalgalanması .....	19
4.2 2007 Şubat-Mart Dalgalanması .....	22
4.3 2007 Temmuz Dalgalanması ve Sonrası .....	24
<b>5 GÖSTERGELER.....</b>	<b>28</b>
5.1 Geleneksel Göstergeler .....	28
5.2 Yeni Nesil Göstergeler .....	30
5.2.1 IMF Genel Göstergeleri .....	30
5.2.2 BDDK-SGD'ce Kullanılan ve Diğer Ulusal Raporlardaki Yeni Nesil Göstergeler .....	35
<b>6 SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME .....</b>	<b>38</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>40</b>



## GRAFİKLER

Grafik 1: Küresel Riskten Korunma Fonlarının Yönetilen Aktif Tutarı .....	9
Grafik 2: Yükselen Piyasa Ekonomilerine Net Özel Sermaye Girişi.....	9
Grafik 3: Organize Piyasalar Opsiyon İşlemleri Nosyonal Değerleri .....	10
Grafik 4: Dolar Cinsinden Faiz Oranı Türevleri .....	11
Grafik 5: CDS'lerin Gelişimi.....	12
Grafik 6: ABD Politika Faiz Oranı ve IMF Faiz Oranı Temelli Likidite Göstergeleri.....	15
Grafik 7: Küresel Likiditenin Gelişimi (IMF Yaklaşımı) .....	16
Grafik 8: Küresel Likiditenin Gelişimi (OECD Yaklaşımı) .....	16
Grafik 9: Gelişmekte Olan Ülkeler Rezerv Değişimi.....	17
Grafik 10: VIX ve Değişimi (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre).....	31
Grafik 11: MSCI Yükselen Piyasalar (Dolar ve Yerel Fiyat) ve MSCI Dünya .....	33
Grafik 12: EMBI+ (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre) .....	34
Grafik 13: Eurobond Spreadi (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre) .....	34
Grafik 14: ITraxx Crossover EU5 .....	35
Grafik 15: Markit ABX-HE-AAA ve BBB 07.1 Endeksleri.....	36
Grafik 16: DowJones CDX.EM 10.....	37

## TABLolar

Tablo 1: Döviz Kuru Krizleri.....	4
Tablo 2: Uluslararası Finansal Bütünleşme: Yabancı Varlık ve Yükümlülüklerin Brüt Stoku (% Pay) .....	6
Tablo 3: Uluslararası Finansal Bütünleşme: Yabancı Varlık ve Yükümlülüklerin Akımı (% Pay) .....	7
Tablo 4: Ülkeler İtibarıyla Uluslar arası Rezervler .....	17
Tablo 5: Ülkeler İtibarıyla İnterbank Faiz Oranları.....	20
Tablo 6: Ülkeler İtibarıyla Borsa Endeks Aylık Değişimi.....	25
Tablo 7: Kriz Modellerinde Kullanılan Göstergeler.....	28
Tablo 8 Makro Gözetim Göstergeleri-Özet .....	29
Tablo 9 EMBI+ Endekse Alınma Ölçütleri .....	33
Tablo 10 ITraxx Endeskleri.....	35

## KUTULAR

Kutu 1 Dalgalanmaların Mukayeseli Görünümü .....	27
--	----

**KISALTMALAR LİSTESİ**

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
AB	Avrupa Birliği
BDDK	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BDDK-SGD	BDDK Strateji Geliştirme Daire Başkanlığı
BoE	İngiltere Merkez Bankası
BoJ	Japonya Merkez Bankası
CDS	Credit Default Swap, Kredi Temerrüt Swapı
DYS	Doğrudan Yabancı Sermaye
EA	Euro Alanı
EMBI	Emerging Market Bond Index
FED	ABD Merkez Bankası
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IMF	International Monetary Fund
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
JPM	JP Morgan
OECD	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
WB	Dünya Bankası

## 1 GİRİŞ

2006 yılının Mayıs ve Haziran aylarından itibaren küresel finansal piyasalarda ara ara yaşanan dalgalanmalar, tüm ülkeleri belirli düzeyde etkilemektedir. Nitekim bu dönemden bu yana bazı araştırmacılar yaşananları daha yaygın ve genel bir ekonomik ve finansal krizin ilk aşaması olarak değerlendirmektedir (bkz. (Roubini, 2008) (Feldstein, 2006)). Bazı araştırmacıların da dalgalanmaların belirli piyasalardaki fiyatların yeniden tesis edilmesi süreci olduğu ve bunun sonucunda piyasaların “normal” işleyişine geri döneceğini ifade ettikleri görülmektedir (bkz. (IMF, World Economic Outlook, 2007)).

Her iki yaklaşımın da kendine özgü gerekçeleri ve genel kabulleri söz konusudur. Nitekim bu çerçevede varılan sonuçlar da farklı olmaktadır. Ancak bu iki farklı yaklaşımla çizilen iki farklı geleceğe rağmen günümüzde en azından kısa ve orta vadede küresel finansal piyasalarda yaşanan bir “baskı”dan bahsetmek mümkündür. Son çeyrek yüzyılda ise küresel sistemde ister bölgesel nedenlerden isten küresel nedenlerden oluşan bu baskılar belirli dönemlerde ve belirli koşullar altında finansal krizlere dönüşebilmiştir. Nitekim bu finansal kriz tecrübelerine dayanarak ekonomi yazınında genel kabul gören sınıflandırmalar oluşmuş ve iktisadın ortak dilinin bir parçası haline gelmiştir. Buradan hareketle, yaklaşık son iki yıldır küresel piyasalarda yaşanan gelişmelerin değerlendirilmesinde bu perspektiften bakmanın gelişmeleri incelemekte yararlı olacağı düşünülmektedir.

Bu kapsamda, çalışmanın takip eden bölümünde finansal krizlere yönelik ampirik modellerin kısa bir değerlendirmesi ve tekrarı yer almaktadır. Üçüncü bölümde ise 2000’li yıllarda uluslar arası finansal çerçevedeki ana değişimler irdelenmektedir. Bu değişimler sonucunda 2006 yılı itibarıyla yeni bir küresel finansal ortamın nasıl oluştuğu irdelenirken, artık yeni dönemde tek başına ampirik finansal kriz modellerinin bir anlamda yeterli olmadığı sonucu tartışılmaktadır. Dördüncü bölümde ise 2006 yılı Mayıs ayından bu yana gerçekleşen türbülanslara kısaca değinilecektir. Daha sonraki bölüm ise finansal istikrar ve krizler çerçevesinde izlenmekte olan geleneksel göstergeler ile yaşanmakta olan yeni uluslararası finansal ortamda gelişen başlıca yeni nesil göstergelere yer verilmektedir. Son bölümde ise sonuç ve genel bir değerlendirme sunulmaktadır.

## 2 KRİZLERE İLİŞKİN AMPİRİK MODELLER

### 2.1 Finansal Kriz Modelleri

İktisat yazınında kriz, istikrarsızlık, dalgalanma ve volatilité (oynaklık) gibi kavramların sıklıkla birbiriyle birlikte kullanıldığı görülmektedir. En basite indirilmiş haliyle uluslararası finansal sistemde bazı göstergelerdeki değişimin yani dalgalanmanın, oynaklığın belirli seviyelere yükselmesi “kriz”lerin habercisi, göstergesi ve hatta sonucu olarak algılanmaktadır (bkz. (Kaminsky G. L., 2003))

Literatürde finansal krizlere ve finansal krizler konusunda yapılan modellemenin genel olarak üç çeşit olarak yapıldığı görülmektedir. Bunlar da ortaya konuşlarına paralel olarak birinci, ikinci ve üçüncü nesil kriz modelleri olarak adlandırılmaktadır (Isard, Razin, & Rose, 2000). Bu modellere kısaca bakarsak, birinci nesil kriz modellerine göre temelde uygulanan makroekonomik göstergelerdeki bozulma sonucu para arzındaki genişleme sabit kur rejimi altında bir döviz kuruna yönelik spekülâtif atak gerçekleşmesiyle oluşmaktadır (Flood & Garber, 1984). Yurt içi para arzındaki genişlemenin ardında esas olarak kamu finansmanındaki bozulma yer almaktadır. Bu çerçevede, mevcut döviz kuru ile uyumsuz bir para arzının olduğu ortamda artan enflasyon ve cari işlemler dengesindeki bozulma, sermaye çıkışına neden olarak bunun bir spekülâtif atağa dönüşmesiyle krizin başladığı ifade edilmektedir. “Birinci Nesil” krizlerin üç önemli bileşeni vardır (Krugman, 2001). Bunlardan ilki zayıf makroekonomik politika uygulamasıdır. İkincisi ise krizlerin ani olmasına rağmen *deterministik* bir yapılarının olması yani kaçınılmaz olmasıdır. Diğer bir özellik olarak bu krizlerin büyük hasarlarının olmamasıdır. Ekonomik aktivite kriz sonrası derin ve uzun soluklu durgunluğa girmez.

Yine kabaca “ikinci Nesil” kriz modellerine bakılacak olursa, temel olarak kendini besleyen (*self-fulfilling*) spekülâtif ataklar biçiminde tarif edilen krizlerin açıklanmaya çalışıldığı görülmektedir. Burada birinci nesildeki gibi makroekonomik politika uygulamasında zafiyet söz konusu değildir. Elbette yine döviz kuru politikasında iki kutuplu görüş benzeri bir duruşun varlığı önemlidir. Yani sabit kur uygulamasının eğer tüm koşullarda korunmayacağı ihtimali varsa uygulanmaması gerektiği şeklinde bir politika tercihinin yapılıp yapılmamış olması yine önem taşımaktadır. Ancak, birinci nesilden farklı olarak makroekonomik politikalar ve yapıdaki zafiyet artık bir gerekli koşul değildir. Nitekim bu çerçevede bu nesil krizler “kaçınılmaz” değildirler (Krugman, 2001). İkinci Nesil modellerde kriz, öncelikle kendini besleyen beklentiler (*beklentilerin tek bir yönde yoğunlaşmasını içermektedir*), sonra da sürü davranışı ve bulaşma etkisiyle ortaya çıkmaktadır (Babic & Zigman, 2001). Ancak elbette bu beklentilerin oluşumunda siyasal gelişmeler ve makroekonomik politikalar etkili olabilmektedir. “İkinci Nesil” krizler ilk kriz tecrübeleri sonrasında

yaşanan krizleri açıklamakta başarılı olurlarken beklentilerin ve krizin tetiklenmesi koşullarının önemini fazlaca öne çıkardığı da iddia edilmektedir (Babic & Zigman, 2001).

“Üçüncü Nesil” kriz modelleri incelendiğinde ise özellikle 1997 Asya Krizi sonrası durumu anlamaya yönelik bir çaba olduğu görülmektedir (bkz. (Krugman, 2001) (Kaminsky G. L., 2003) (Babic & Zigman, 2001)). Temel çerçeve birinci ve ikinci nesil kriz modellerinin birleştirilmesi şeklinde özetlenebilir. Makroekonomik politika uygulaması çerçevesinde hükümetler yine uygulayıcı olarak analizde yer alırken, sermaye hareketleri açısından bir diğer önemli unsur olarak şirketler/firmalar kesimi bilançosu modele dahil edilmektedir (Krugman, 2001). Bu kapsamda uluslar arası yükümlülükleri bulunan özellikle büyük şirketler ile hükümet politikaları arasındaki ilişki üzerinden krizler açıklanmaya çalışılmaktadır. Büyük şirketler olarak ise başta finansal kesim (veya çoğunlukla literatürde yer aldığı şekliyle bankacılık kesimi) düşünülmektedir. Hükümetin bu kesime sunduğu garantilerin yol açtığı piyasa aksaklıkları bu şirketlerin aşırı borçlanmasına ve böylece kredi hacminin hızla genişlemesine neden olmaktadır. Her hangi bir olumsuz koşulda ise bankacılık kesimi yurt dışı yükümlülüklerini karşılamak üzere döviz talebini artıracak ve bu esnada borçlu firmalar üzerinde baskı kuracaktır. Bu, bir anlamda “bankacılık krizinin” “döviz kuru krizi” ile birlikte oluşmasıdır (Kaminsky & Reinhart, 1999).

Finansal krizlerin bu üç nesil biçiminde sınıflandırılmasına ek olarak bir de “Ani Durma” (*Sudden-Stop*) olarak adlandırılan ve esas olarak sermaye akımlarının yönünün tersine çevrilmesi ile oluşan krizler sıklıkla ele alınmaktadır. Veri bir ekonomide belirli bir pozisyona (portföye) sahip yabancı yatırımcıların bir “olay” çerçevesinde yatırımların yönlerini değiştirmeleri, tersine çevirmeleri, söz konusu ekonominin krize girmesine neden olmaktadır (Calvo, 1998). Elbette bir ekonomi için böylesi bir durumda krizin daha derin veya ağır yaşanmasına yol açabilecek diğer bazı ek unsurlar mevcuttur. Bunlar yabancıların portföyünün vade yapısı, döviz yapısı, diğer ekonomik göstergelerdeki durum (kısaca krizin birinci veya ikinci nesil bir krize dönüşmesine neden olabilecek alt yapı) vb. olarak görülmektedir. Ancak burada ani durmanın oluşması dikkat edilmesi gereken ana nedendir.

## 2.2 Ampirik Modellerin Ortak Çerçevesi

Yaşanan finansal krizler tecrübeleri ışığında yukarıda özetlenen modeller krizlerin tanımlanmasında referans olarak kullanılmaktadır. Ancak bu yaklaşımların yanında krizlerin ortak özelliklerini ve/veya hazırlayan koşulları öne çıkararak değerlendirmek de mümkündür. Bu yöntemle, 1980 sonrası uluslararası finansal gelişmeler ve krizler ile 2000 sonrası değişen uluslararası finansal çerçeve, farklılıkları ve benzerlikleri açısından ele alınabilmektedir. Finansal krizlerin nasıl modellenmesi gerektiğine yönelik bir çalışma kapsamında Dornbusch üç temel unsuru öne çıkartmaktadır (Isard, Razin, & Rose, 2000).

Bunlar; (1) kırılganlık (*vulnerability*), (2) küreselleşme ve (3) likidite sıkışıklığı (*illiquidity*) olarak ifade edilmektedir. Kırılganlık, firmalar kesiminin bilânçolarında, bankacılık kesimi mali tablolarında veya kamu maliyesinde ortaya çıkabilir. Ancak hangisinde olursa olsun ortaya çıkan kırılganlık sadece o alanda kalmayacak diğer tüm alanlar da kırılgan hale gelecektir (Dornbusch, 1999). Bu kırılganlık, yatırım tercihlerinin yabancı para cinsinden tutulmasına yol açacaktır. Nitekim her bilânço sorunu sonuç olarak bir döviz kuru sorununa dönüşecektir. Ayrıca “küreselleşme” günümüz finansal piyasa çerçevesinin en önemli özelliklerinden biri olarak ön plana çıkmaktadır. Üçüncü unsur olan “Likidite sıkışıklığı” ise vade uyumsuzluğunun en üst noktasıdır. Bir kriz anında herkes likit bir pozisyon almak isteyecektir.

Tablo 1: Döviz Kuru Krizleri

Arjantin	Haz.70	Malezya	Tem.75	Kolombiya	Mar.83	İspanya	Şub.76
	Haz.75		Ağu.97		Şub.85		Tem.77
	Şub.81		Haz.98		Ağu.95		Ara.82
	Tem.82	Meksika	Eyl.76		Eyl.97		Eyl.92
	Eyl.86		Şub.82		Eyl.98		Eyl.98
	Nis.89		Ara.82	Danimarka	Ağu.99	İsveç	Ağu.77
	Şub.90		Ara.94		May.71		Eyl.81
Bolivya	Şub.02	Norveç	Haz.73		Haz.73		Eki.82
	Kas.82		Şub.78	Finlandiya	Kas.79		Kas.92
	Kas.83		May.86		Ağu.93	Tayland	Kas.78
	Eyl.85		Ara.92		Haz.73		Tem.81
Brezilya	Şub.83		Haz.98	Endonezya	Eki.82		Kas.84
	Kas.86		Haz.99		Kas.91		Tem.97
	Tem.89	Peru	Kas.00		Eyl.92		Oca.98
	Kas.90		Haz.76		Kas.78		Eyl.99
	Eki.91		Eki.87	Venezüella	Nis.83	Türkiye	Tem.00
	Oca.99		Eyl.88		Eyl.86		Ağu.70
Şili	Ara.71	Filipinler	Şub.70		Ara.97		Oca.80
	Ağu.72		Eki.83		Oca.98		Mar.94
	Eki.73		Haz.84		Şub.84	İsrail	Ara.97
	Ara.74		Şub.86		Ara.86		Şub.01
	Oca.76	Uruguay	Ara.97		Mar.89		Kas.74
	Ağu.82		Ara.71		May.94		Kas.77
	Eyl.84		Eki.82		Ara.95		Eki.83
							Tem.84

Kaynak: Kaminsky 2003

Bu ise hangi *nesil* modelden bakarsanız bakın tüm kriz modellerinde karşılaşılabilecek bir durumdur. Bu temel modellere bakıldığında önemli bir yaklaşıma da Mishkin’de görmekteyiz (bkz. (Mishkin F., 1992 ve 2001)). Burada da önemli olan husus piyasa başarısızlıkları kapsamında bilgi asimetrisinin temel husus olduğu görülmektedir. Bu yaklaşımla finansal kriz, finansal sistemin ters seçim (*adverse selection*) ve ahlaki tehlike (*moral hazard*) sorunlarının büyümesi nedeniyle fonları en etkin alanlara yönlendirememesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu ise finansal piyasaların etkin işle(ye)memesine ve iktisadi faaliyetlerin daralmasına yol açmaktadır. Bu piyasa aksaklıklarının oluşmasına olanak tanıyan koşullar ise Mishkin’e (1992) göre finansal kesimde bilânçoların bozulması, faizlerin yükselmesi, belirsizliğin artması ve finansal olmayan kesimin bilânçolarının zayıflamasıdır.

### 3 FİNANSAL KÜRESELLEŞME VE 2000'Lİ YILLARDA ULUSLARARASI FİNANSAL ÇERÇEVE

#### 3.1 Genel Çerçeve

Bir önceki bölümde de belirtildiği gibi finansal krizlerin modellenmesinde üç temel unsur [(1) kırılganlık (*vulnerability*), (2) küreselleşme ve (3) likidite sıkışıklığı (*illiquidity*)] sunulmuştur. Ancak bu sınıflandırma genel hatları itibarıyla 1980-2000 dönemindeki gelişmelerde açıklayıcı olurken, 2000 sonrasında uluslararası finansal çerçevenin değişmesi ve tekil olarak ülkelerin ekonomi politikası uygulamalarında belirli bir ortak çerçeve ve disipline ulaşmış olmaları<sup>2</sup> nedeniyle yetersiz kalmaktadır. Bu yeni dönemde finansal küreselleşmedeki artışla birlikte değerlendirilebilecek olan finansal çerçevenin değişimi, 2006 yılının ikinci yarısından itibaren yaşanan gelişmelerin alt yapısını hazırlamıştır. Takip eden bölümlerde finansal küreselleşmeyle birlikte finansal çerçevenin değişen unsurları irdelenmektedir.

#### 3.2 Finansal Küreselleşme

Küreselleşme ikinci temel evrede bulunduğu ilişkin genel bir kabul söz konusudur. İlk evre kabaca 1850 ile Birinci Dünya Savaşı'nın başladığı olan 1914 yılına kadar olan dönemi kapsamaktadır. Bu dönemin belirgin özelliği ise dış ticaret hacmindeki artış ve özellikle sermaye zengini ülkelere sermaye fakiri ülkelere sermaye transferi olarak gözükmektedir. Ayrıca, bu dönemde küresel büyüme hızının önceki dönemlere göre önemli ölçüde yüksek olduğu da görülmektedir (Mishkin F. S., 2006).

İkinci küreselleşme evresinin ise İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra, Avrupa'nın yeniden yapılanma dönemini ve uluslararası parasal ve finansal sistemin Uluslararası Para Fonu, Dünya Bankası ve Dünya Ticaret Örgütü gibi kuruluşlarca yeniden kurgulanması sürecini müteakip başladığı kabul edilmektedir (bkz. (Mishkin F. S., 2006), (Yeldan, 2004), (Kazgan, 2005), (Ongun, 1993)). 1960'lardan günümüze devam eden bu büyük ikinci küreselleşme evresinin belirleyici özelliği ise sermaye hareketlerindeki hızlı artışın yanı sıra ülkeler veya bölgeler itibarıyla genel bir karakter sergilememesi, finansal akımların yüksek hacimleri ile hangi yönde hareket ettiklerinin genel olarak tespit edilememesidir (bkz. Tablo 2: Uluslararası Finansal Bütünleşme: Yabancı Varlık ve Yükümlülüklerin Brüt Stoku (% Pay) ve Tablo 3: Uluslararası Finansal Bütünleşme: Yabancı Varlık ve Yükümlülüklerin Akımı (% Pay)).

Finansal küreselleşme bir yönüyle ülkeler, ekonomiler arasında finansal bütünleşme olarak ikinci büyük küreselleşme evresinin bir alt başlığı veya ulaştığı bir aşama olarak ele alınabilir. Nitekim finansal

<sup>2</sup> Bu konuya ilişkin tespit ve değerlendirmelerin detayı bu çalışmanın kapsamını aşarken konuya ilişkin olarak özellikle IMF, WB ve UNCTAD değerlendirmeleri ile raporlarına bakılabilir.



küreselleşmenin bu son evresinin 1980'lerin ortalarından itibaren başladığı kabul edilmektedir. Bu ise özellikle John Williamson tarafında *Washington Uzlaşısı (Washington Consensus)* olarak ifade edilen ve ekonomilerini yeniden yapılandırmak isteyen ülkelere önerilen 10 maddelik bir tedbirler listesinin yaygın bir şekilde uygulanır hale gelmesinin doğal bir sonucudur (bkz. (Williamson, 1999)ve (Rodrik, 2006)<sup>3</sup>. Bu tedbirler yurt içi finansal piyasaların uluslararası piyasalara açılmasına ve başta faiz oranları olmak üzere finansal piyasaların serbestleşmesi sonucunda uluslararası finansal akımların hızlanmasına zemin hazırlamıştır.

**Tablo 2: Uluslararası Finansal Bütünleşme: Yabancı Varlık ve Yükümlülüklerin Brüt Stoku (% Pay)**

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-2004
<b>Tüm Ülkeler (Milyar Dolar)</b>	7.124	14.957	26.411	46.638	76.133
DYS Payı	15,6	16,6	17,9	20,9	21,8
Hisse Senedi Payı	4,9	7,5	9,5	15,7	15,9
Borç Payı	75,1	72,5	69,4	60,0	58,7
Diğer	4,4	3,4	3,3	3,3	3,6
<b>Gelişmiş Ülkeler (Milyar Dolar)</b>	6.100	13.492	23.969	42.052	69.432
DYS Payı	16,1	16,9	17,9	20,7	21,4
Hisse Senedi Payı	5,5	8,1	9,9	16,5	16,5
Borç Payı	74,8	72,0	69,7	60,5	59,8
Diğer	3,6	3,0	2,5	2,3	2,3
<b>Yükselen Piyasa Ekonomileri (Milyar Dolar)</b>	859	1.259	2.167	4.236	6.221
DYS Payı	12,0	13,3	17,6	23,2	26,6
Hisse Senedi Payı	1,3	2,1	6,1	9,4	10,6
Borç Payı	77,9	76,6	64,6	54,4	46,6
Diğer	8,8	8,0	11,7	13,0	16,2
<b>Diğer Gelişmekte olan Ülkeler</b>	165	207	276	351	480
DYS Payı	16,0	14,0	14,4	18,7	22,7
Hisse Senedi Payı	0,2	0,3	0,3	0,6	1,0
Borç Payı	73,8	79,9	78,5	71,3	58,3
Diğer	10,0	5,7	6,8	9,4	18,0

Kaynak: Kose, Prasad, Rogoff, & Wei, 2006

Bu süreç çerçevesinde Washington Uzlaşısı kapsamında da sunulan geleneksel görüş finansal serbestleşmenin ve küreselleşmenin, uluslararası düzlemde daha etkin bir kaynak tahsisine, finansal derinleşmeye ve risk paylaşımına olanak tanıyarak, dünya ölçeğinde büyümenin artırılacağını ve talepteki oynaklığın azaltılacağını öngörmektedir (Kose, Prasad, Rogoff, & Wei, 2006). Yine geleneksel görüş ek olarak zaman içerisinde “Olası Karşılıklı Faydalar” olarak ifade edilen ve ampirik sonuçlar üzerinden geliştirilen görüşe göre; finansal küreselleşme bazı unsurların (finansal piyasaların gelişmişliği, kurumsal

<sup>3</sup> Önerilen tedbirler (1) mali disiplin,(2) kamu harcamalarının gözden geçirilmesi, (3) vergi reformu, (4) finansal serbestleşme, (5) serbest ve rekabetçi döviz kuru uygulaması, (6) dış ticaret serbestleşmesi, (7) doğrudan yabancı sermaye akımlarına serbesti, (8) özelleştirme, (9) deregülasyon ve (10) mülkiyet haklarının garanti altına alınması olarak belirtilmektedir.

kalite, kurumsal yönetim kalitesi, makroekonomik politikalar ve ticarî bütünleşme) belirli eşik düzeyin üzerinde olması durumunda, büyüme artışının ve tüketimde istikrarının yakalanabileceği belirtilmektedir. Ancak, bu koşullar sağlandığında finansal küreselleşmeden beklenen faydaların gerçekleşmesi olası olmaktadır (Kose, Prasad, Rogoff, & Wei, 2006). Bu anlamda, özellikle makroekonomik politikalardaki tutarlılık başta olmak üzere, diğer unsurların belirli değerler üzerinde olmasının, büyüme artırıcı olması ve kriz olasılıklarını azaltması için finansal küreselleşmeye ihtiyaç olup olmadığı tartışılabilir. Kısaca dolaylı bir sonuç olarak, en azından bu değişkenlerin eşik düzeylerin altında olması durumunda, belirli bir ekonominin finansal küreselleşmenin faydaları ile karşılaşamayacağı görülmektedir.

**Tablo 3: Uluslararası Finansal Bütünleşme: Yabancı Varlık ve Yükümlülüklerin Akımı (% Pay)**

	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99	2000-2004
<b>Tüm Ülkeler (Milyar Dolar)</b>	397	803	1.209	2.453	3.564
DYS Payı	12,9	15,8	15,6	21,7	19,6
Hisse Senedi Payı	3,9	7,7	9,4	12,2	12
Borç Payı	83,2	76,5	75	66,1	68,4
<b>Gelişmiş Ülkeler (Milyar Dolar)</b>	325	739	1.008	2.112	3.260
DYS Payı	12,3	14,9	13,9	18,6	16,9
Hisse Senedi Payı	4,4	8,1	9	12,5	12,1
Borç Payı	83,3	77	77,2	68,9	71
<b>Yükselen Piyasa Ekonomileri (Milyar Dolar)</b>	66	60	194	328	288
DYS Payı	15,5	27,3	24,4	40,7	48,6
Hisse Senedi Payı	1,5	3,4	11,7	11,0	12,1
Borç Payı	83,0	69,3	63,9	48,2	39,3
<b>Diğer Gelişmekte olan Ülkeler</b>	6	4	7	13	16
DYS Payı	15,1	17,2	27,7	40,9	44,2
Hisse Senedi Payı	1,1	0,6	0,5	0,5	0,4
Borç Payı	83,8	82,2	71,8	58,6	55,4

Kaynak: Kose, Prasad, Rogoff, & Wei, 2006

1980 sonrası döneme bakıldığında görülen durumlardan biri finansal küreselleşmeye geçişte ülkeler arası zaman farklılaşmasının olduğu kadar, yukarıda belirtilen “ön-koşullar” açısından da değişikliğin olduğudur. Finansal kriz modelleriyle birlikte bu durum değerlendirildiğinde finansal küreselleşmenin, uluslararası düzeyde kendi başına bir risk unsuru olduğu sonucuna varılabilir.

Ülke ekonomilerinin ön koşulları eşik düzeylere ulaşmadığı ve finansal serbestleşmeye farklı zamanlarda geçiş yapılan bir ortamda, finansal derinleşmeden bağımsız olarak değerlendirildiğinde dahi çok yüksek boyutlara ulaştığı görülen bir olgu ise finansal sermaye akımlarının büyük boyutlara ulaşmasıdır. Küreselleşme yanında, sermaye akımlarının yüksek boyutlara ulaşması, volatilitenin artmasına neden olurken, bu akımlara muhatap ekonomilerin büyük çoğunluğunun “eşik” değerler altına olması

kırılganlıkları artırmıştır. Böylesi bir ortamda, Dornbusch'un finansal krizler için genelleştirdiği koşulların daha en başta mevcut olduğu görülmektedir (Dornbusch, 1999).

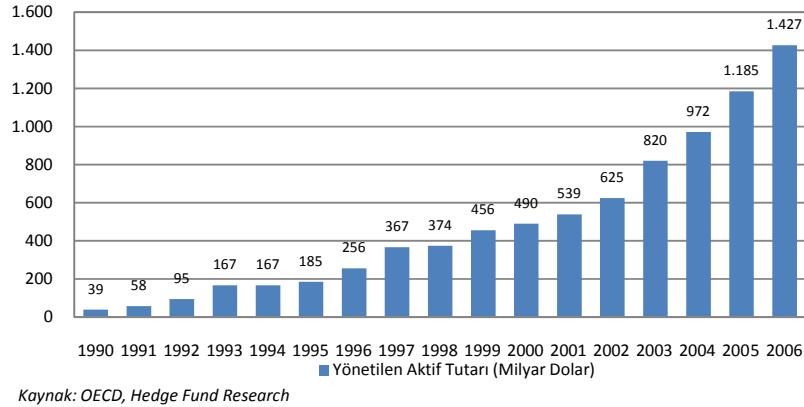
Sonuç olarak 1980 sonrası yaşanan finansal küreselleşmenin finansal krizlerin oluşması için uygun ortamı sağladığı görülmektedir. İster kriz modellerinden isterse finansal küreselleşme çalışmalarından hareket edilsin bu sonuç ortaya çıkmaktadır.

### **3.3 Değişen Finansal Piyasalar**

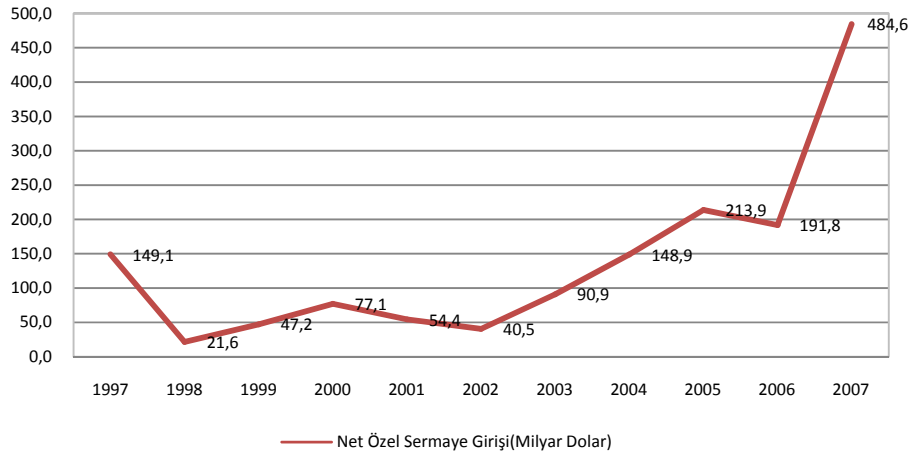
1997 yılında Asya'da ve daha sonra 1998 yılında Rusya'da yaşanan finansal krizlerin ardından küresel finansal yapıda belirgin değişiklikler gerçekleşmeye başlamıştır. Bu değişikliklerin başında ise gelişmekte olan ülkelerin veya yükselen piyasa ekonomisi olarak adlandırılan ekonomilerin finansal yapılarında, yaklaşımlarında değişiklikler gelmektedir. Artık gelişmekte olan ülkelerin yaşanan finansal krizler sonrasında tüm politikalarını şu veya bu şekilde "finansal istikrarı" hedefleyen, destekleyen, öne çıkartan bir şekilde tasarladıkları ve temelde makroekonomik yapılarını güçlü ve tutarlı bir çerçevede korumaya çalıştıkları görülmektedir. Bu gelişmede finansal krizlere yönelik modellerin genel olarak içlerinde ön koşul olarak ekonomi politikalarında sağlamlılık, öngörülebilirlik gibi unsurları taşıması ve oynaklığın en aza indirgenmesidir.

Ancak, bu yeni algılama biçiminin oluştuğu dönemde, finansal küreselleşmenin bir diğer özelliği olarak finansal sermaye akımlarının büyük boyutlara ulaşması ve finansal akımların yönün tam olarak belirlenememesi ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, finansal sermayenin karmaşıklaşması ve yeni finansal ürünlerle risk transferinin bulanıklaşması 2000 sonrası dönemde ön plana çıkan hususlar olmaktadır. Bu gelişmenin en temel göstergelerinden biri uluslararası riskten korunma (*hedge*) fonlarının aktif büyüklüğünün ulaştığı noktadır. OECD kaynaklı bir çalışma da (OECD, 2007)) riskten korunma fonlarının 39 milyar dolar olan aktif büyüklüğünün 1990 sonrasında hızla ve sürekli artarak 2006 itibarıyla 1,4 trilyon dolara ulaştığı görülmektedir.

Bu dönemde finansal akımlarda gözlenen nominal artışın küresel hasıladaki artışın çok üstünde olduğu görülmektedir.

**Grafik 1: Küresel Riskten Korunma Fonlarının Yönetilen Aktif Tutarı**

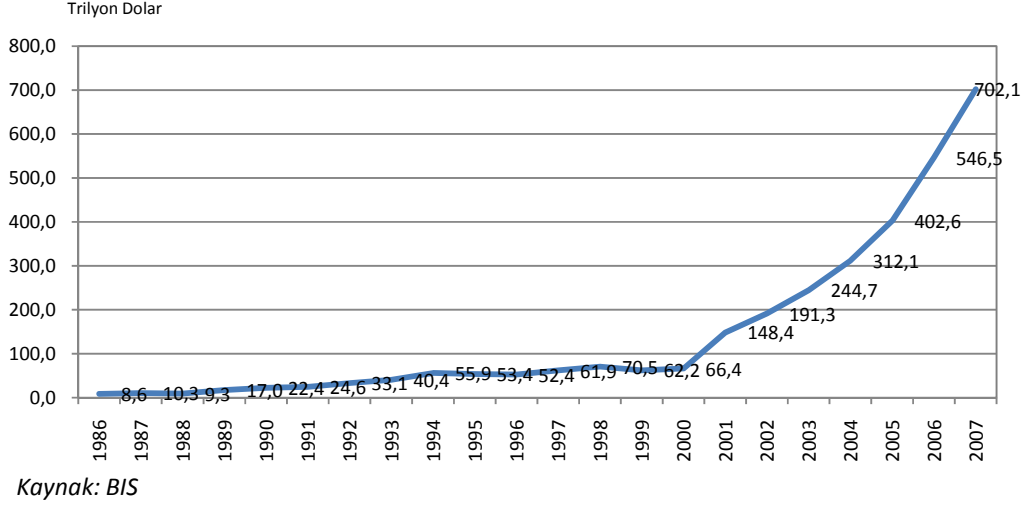
Tüm ekonomilerin yaşanan tecrübeler ışığında “finansal sağlamlık” ve “makroekonomik istikrar” arayışı içinde oldukları ve görece bunun sağlandığı dönemde uluslararası finansal akımlar büyük hacimlere ulaşmıştır. Bu yeni dönemde tüm ülkelerin bankacılık başta olmak üzere finansal sistemlerinin yeniden yapılandırıldığı, gözetim ve denetim faaliyetlerinin dünya standartlarına yükseltildiği, şeffaflığın arttığı, finansal raporlama, kurumsal yönetim gibi alanlarda önemli adımların atıldığı bir dönem olmuştur. Bu ortamda artık finansal kriz modelleri çerçevesinden bakılacak olursa ekonomiler arası farklılaştırmaya gitmesinin temelleri ortadan kalktığı görülmektedir. Artık mikro yapıdaki getiri koşulları esas belirleyici olarak gözükmektedir. Nitekim bu dönüşümlerini tamamlayan ekonomilerin uluslararası finansal piyasalardan çok rahat fon toplayabildikleri, kaynak çekebildikleri görülmektedir.

**Grafik 2: Yükselen Piyasa Ekonomilerine Net Özel Sermaye Girişi**

Bu dönemde artan sermaye hareketlerine ek olarak iki konunun öne çıktığı görülmektedir. Biri yukarıda da değinildiği üzere riskten korunma fonlarının sayısı ve hacmindeki artışla da tespit edilebilecek şekilde risk transferinin artması ve karmaşılaşmasıdır. Diğer unsur ise, finansal araçlardaki çeşitliliğin artması ve

karmaşık finansal ürünlerin yaygınlaşmasıdır. BIS verilerine göre organize piyasalardaki opsiyon işlemleri hacmi 1986 yılındaki 8,6 trilyon dolar olan seviyesinden 2007 yıl sonunda 702,1 trilyon dolara yükselmiştir.

**Grafik 3: Organize Piyasalar Opsiyon İşlemleri Nosyonal Değerleri**



İşlem hacmindeki ve araçların karmaşıklığındaki artış olarak özetlenebilecek bu iki unsur, genel olarak piyasaların genişleme döneminde oynaklığı ve riskleri azaltıcı bir etki taşıırken, özellikle bu fonların ulaştığı yüksek rakam ve gözetim/denetim zorlukları ile yeni finansal araçların risk transferinde bilgi kirliliği yaratmaları dalgalanma dönemlerinde tam tersi etki yaratabilmektedir.

### 3.4 Yeni Finansal Ürünler ve Risk Transferi Sorunu

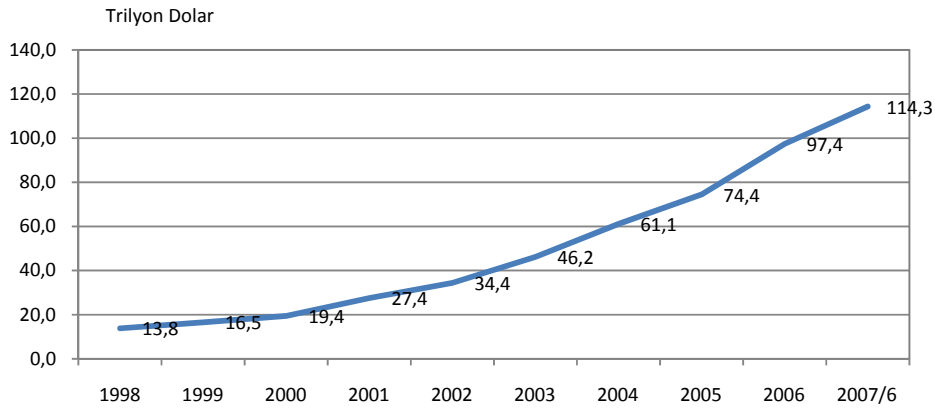
Türev ürünlerdeki çeşitlik artışı ve risk ölçümü yöntemlerinin daha da hızla gelişmesi genel olarak bankacılık sisteminin daha sağlıklı bir döneme girmesine yardımcı olmuştur. Ancak aynı zamanda bu dönemde özellikle türev ürünlerde kendini bulan yeni risk alanları oluşmuştur. Bunlardan bir tanesi Greensapan tarafından türev işlemlerdeki yoğunlaşmadan ortaya çıkmakta olduğu ifade edilmektedir. Özellikle tezgahüstü (OTC) piyasalarda ABD faiz oranı opsiyonlarının çok yoğun olduğu görülmektedir. Ancak, başta kredi türevleri olmak üzere risklerin bankacılık kesimi dışına transfer olduğu, bu finansal araçların banka-dışı kesimlerin portföyünde de yer aldığı sıklıkla ifade edilmektedir. Bu sistemde de riskten korunma fonlarının etkin bir rolü söz konusudur. Nitekim bunun da bir sonucu olarak türev işlemlerin ve özellikle opsiyonların işlem hacminde 2000 yılı sonrası dönemde büyük artış gözlenmektedir.

Türev işlemlerin faydaları sadece taraflarına, yani sadece alıcı ve satıcılarına yönelik değildir. Türev işlemler ve bu genel tanım içerisinde yer alan daha karmaşık finansal ürünler, kabaca risklerin detaylandırılıp, parçalamasına ve bölünmesinden sonra fiyatlamasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca bu ürünlere yönelik risk ölçüm tekniklerinin geliştirilmesi ve bunların bankacılık sistemince kullanılması,

sistemin sağlamlılığını olumlu etkilemektedir. Kısaca, bir finansal aracın içerdiği risklerin ve taraflarının tam olarak bilinmesi durumunda, bu tür karmaşık ürünler, taraflarına sağladıkları yararlar ek olarak finansal istikrar için de faydalı bir hal almaktadır (Greenspan, 2005).

Nitekim tersi bir durumda, yani söz konusu ürünlerle ilişkili risklerin tam olarak bilinmemesi ve/veya etkin yönetilememesi durumunda da kişilere ve kurumlara, finansal sisteme ilişkin birer ek risk unsuru olabilmektedirler. Kısaca 2000’li yıllar sonrasında sıklıkla görülen ve yaygınlaşan bu finansal araçların etkin bir risk transferi sağlayabilmeleri, tüm tarafların ilgili ürün ile birlikte yükümlülüklerini yerine getirebilmeleriyle mümkündür. Ancak, 2000’li yıllar sonrası uluslararası finansal sistem ürünlerinin giderek karmaşılaşmış, sözleşmeden doğan yükümlülüklerin etkin bir şekilde anlaşılmasına ya da daha doğru bir ifade ile ilgili yükümlülüklerle ilişkin farkındalığın düşük düzeyde kalmasına neden olmaktadır. Bu ise başlı başına “risk transferi” sorununa işaret etmektedir.

**Grafik 4: Dolar Cinsinden Faiz Oranı Türevleri**



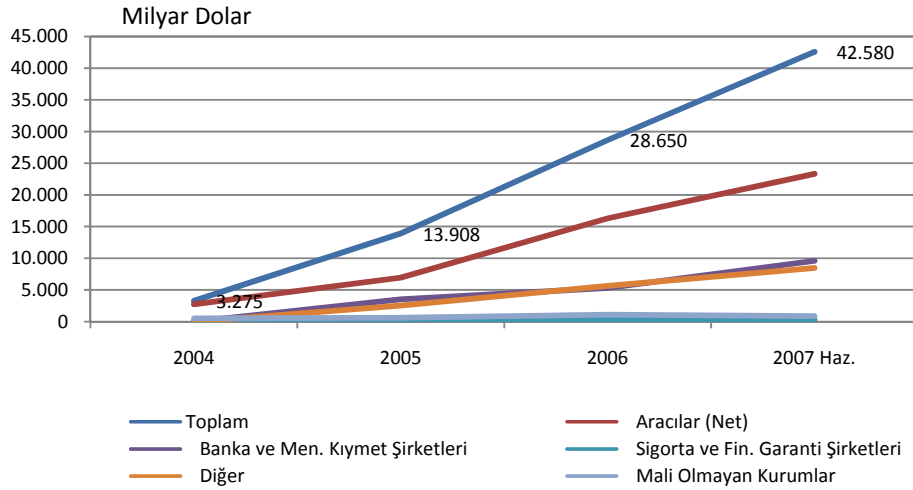
Kaynak: BIS

Greenspan (2005) türev işlemlerdeki genel genişlemenin yanı sıra özellikle sabit getirili ABD faiz oranı işlemlerinin yoğunluk kazandığına dikkat çekmektedir. BIS verilerine göre de söz konusu işlemlerde keskin artış görülmektedir. Bu yoğunlaşmanın nedenlerinden biri olarak ABD ipotekli konut kredisi piyasasının büyük oyuncularının (Fannie Mae ve Freddie Mac gibi) sabit getirili ipoteğe dayalı menkul kıymet ihraçlarının yüksek boyutlara ulaşması olarak görülmektedir. Ayrıca risk transfer açısından bu menkul kıymetler, konut kredilerin erken ödenmesi riskini yöneten yatırımcılar tarafından elde tutulduğu ifade edilmektedir. Nitekim türev piyasası ipotekli konut kredisinden doğan risklerden korunmak (*hedge* etmek) isteyenlerle, çeşitli faiz opsiyonu satanları birleştirmektedir. Bu aşamada da riskten korunma fonlarının

arbitraj imkanı gördükleri bu alanda opsiyon satıcısı olarak aktif oldukları çeşitli rapor ve araştırmalarda belirtilmektedir.

2000'li yıllarda finansal sistemdeki araçlar açısından en önemli gelişme kredi türevleridir. 1999 yılında ISDA'nın kredi türevlerine ilişkin standartları belirlemesinden sonra bu piyasa önemli bir gelişme yaşadı. BIS verilerine göre 2004 yılında 3,3 trilyon dolar düzeyinde olan Kredi Temerrüt Swapı (Credit Default Swap-CDS) hacmi, 2007 yılının Haziran ayında 42,6 trilyon dolara yükselmiştir. Kredi türevleri özellikle karmaşıklığı ile risk transferi konusunda tarafların riskler ve yükümlülükler konusundaki farkındalık düzeylerini olumsuz etkileyebilecek seviyelere gelmiştir.

**Grafik 5: CDS'lerin Gelişimi**



Kaynak: BIS

Uluslararası çevrelerde riskten korunma fonlarına yönelik olarak oluşan temel kaygılar özellikle kaldıraç ve oynaklık konularıyla ilişkidir. Genel olarak düzenlenmemiş bir sektör görünümü arz etmesi nedeniyle bu hususlar finansal istikrar için kaygı unsuru haline gelmiştir.

Daha önce de belirtildiği üzere IOSCO kaynaklarına göre yönetilen aktif büyüklüğü riskten korunma fonlarında yaklaşık 1,4 trilyon dolara ulaşmıştır. Riskten korunma fonlarının en önemli özelliklerinden biri esas itibarıyla küresel boyutta likidite gereksinimi duyan ve fiyatlandırmasında arbitraj olanakları bulunan alanları değerlendirmesidir. Bu özellik sonucundan söz konusu fonlar yüksek getiri sağlayabilmektedirler. Ancak, karşılaşılan olumsuz bir tablo da bu fonların derinliği az olan piyasalara yüksek miktarla giriş yapmalarıdır. Elbette bu durum giriş ve çıkışlarda yüksek oynaklığı da beraberinde getirmektedir.

Riskten korunma fonları finansal sistem için büyük önem taşıyor hale gelmişlerdir. Gelişmiş finansal ürünler bir yandan risklerin ayrıştırılmasına yardımcı olurken, diğer taraftan bu piyasada oluşan arbitraj

olanaklarını söz konusu fonlar çözmektedir. Bu fonların yüksek getiri elde etmek çerçevesinde özellikle açık pozisyonlarla çalışmaktan çekinmemeleri piyasalar için likidite imkânı yarattıkları ifade edilmektedir. Ancak, gerek OECD gerek FED, bu fonların büyüklüğünün ve yüksek kaldıraç oranına sahip olmalarının sonucu, birer risk unsuru haline geldiklerini de ifade etmektedirler. Bu duruma ek olarak finansal ürünlerdeki karmaşıklığın risklerin farkındalığının veya yükümlülüklerin tam olarak bilinmeden alım-satımların gerçekleştiriliyor olması önemli bir karşı taraf riski (counterparty risk) doğurmaktadır.

### 3.5 Küresel Likidite

#### 3.5.1 Küresel Likidite Tanımı ve Olası Etkileri

1997 sonrası dönemde ise, gelişmiş ülkelerin para politikası uygulamalarında bir dönüşüm gözlenmektedir. Başta ABD ekonomisi olmak üzere tüm gelişmiş ekonomilerde “enflasyon” tehdidinin ortadan kalkması ve ABD, Euro Alanı ve Japonya gibi ekonomilerde uyumlu (*accommodative*) para politikası uygulaması söz konusudur. Bu dönem faiz oranlarının sistemli bir şekilde aşağıya çekildiği bir dönem olmuştur.

Küresel likidite düzeyinin tahmini yöntemlerine geçmeden önce, hesaplama yöntemlerinden bağımsız olarak, 2000’li yıllarda uluslararası finansal gelişmelerin en belirgin özelliklerinden birinin küresel likidite koşullarındaki genişleme olduğunu belirtmekte yarar vardır. Bu genişlemenin finansal istikrar açısından bazı sonuçları olduğu açıktır. Likiditenin finansal istikrara olumlu katkıları olduğu gibi (daha likit bir ekonominin, şoklara karşı direncinin daha fazla olması, likiditenin finansal piyasaların etkinliği ve derinliğine dair bir gösterge olarak kabul edilmesi gibi) olumsuz etkileri de (şokların derin ve yaygın olduğu durumlarda, belirsizliğin yüksek olduğu dönemlerde, likiditenin her şeye rağmen diğer varlıklara tercih edilmesiyle likiditenin bir yerde yoğunlaşıp tam tersi bir etki ile piyasayı “kurutması” veya fazla likiditenin varlık fiyatlarını da şişirirken dış dengenin bozulmasıyla döviz kuru kırılganlıkları yaratması gibi) olabilmektedir (Browne & McKiernan, 2005). Bunların dışında likiditedeki ani sıkışmaların ödemeler sistemi üzerindeki olumsuz etkileri veya finansal sistemdeki olası mevcut kırılgan kurumları daha da zora sokarak, istikrarı tehdit etmesi gibi sonuçlar zaten olabildiğince açıktır. Nitekim 2006 sonrası küresel finansal durumun sıkıntılarından biri olarak bu husus ele alınmaktadır.

Likidite ise esas olarak para veya kredi cinsinden hanehalkı ve/veya firmaların kendi tüketim ve yatırım kararlarını finanse etmede kullandıkları miktar, büyüklük olarak ifade edilmektedir (Browne & McKiernan, 2005). Bu genel tanımlamadan hareketle 2000 sonrası yaşanan dönemde küresel likidite bolluğunun varlığından bahsetmek olasıdır. Ancak, özellikle para politikasında gelişmeler ve kredi piyasasında yaşananlar küresel likiditenin sadece kavramsal varlığının yanı sıra nasıl ölçülmesi gerektiği veya nasıl ele



alınması gerektiği konusunda tartışmaları beraberinde taşımıştır. Bunun en önemli nedeni de likiditenin piyasa ekonomilerinin sağlıklı işleyişi için asli bir unsur olmakla beraber bazı dönemlerdeki (aşırı bolluk veya kıtlık dönemlerindeki) davranışı karmaşık ve istikrar bozucu olmaktadır.

Browne ve McKiernan (2005) likidite kavramının genel tanımı haricinde iki kavram sunmaktadırlar: (1) Mikro likidite (piyasa likiditesi) ve (2) makro (parasal) likidite. İlkinde, piyasa likiditesi, piyasanın fiyatlarda fazladan oynaklığa neden olmadan geçici arz ve talep dalgalanmalarının emilmesi kapasitesini ifade etmektedir. Burada bazı kavramlar muğlâk olmakla birlikte piyasa likiditesinin finansal istikrar için önemi açıktır. Piyasa likiditesinin “bol” olduğunu düşünen yatırımcıların finansal piyasaya girmeleri, piyasa derinleşmesine katkıda bulunurken, daha fazla yatırımcının çekilmesi likiditeyi daha da artıracaktır (Browne & McKiernan, 2005). Nitekim buradan likiditenin piyasa koşullarının bir sonucu olarak ortaya çıktığı ve dönem dönem beklentiler, piyasa algılaması gibi unsurların da etkisiyle dalgalandığı anlaşılmaktadır.

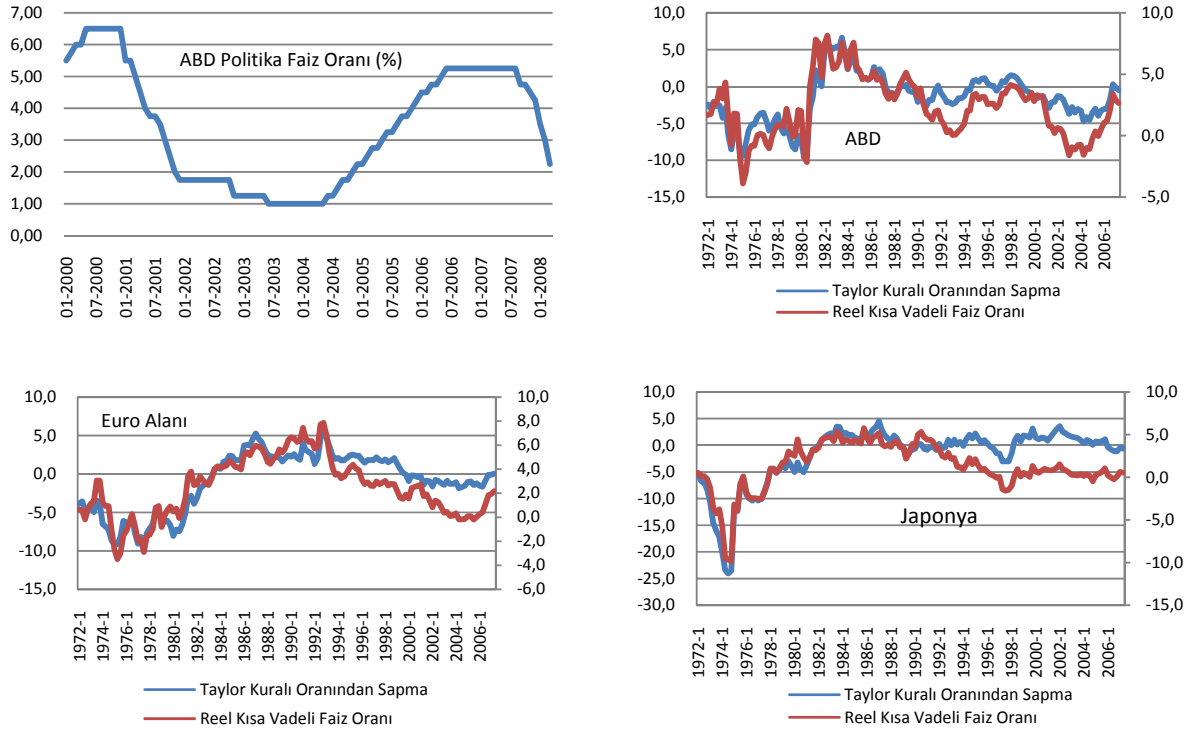
Piyasa likiditesinin ölçümünde en sık kullanılan ölçü *bid-ask* spreadleri ve yeni açılan krediler miktarı olarak görülmektedir. Spreadlerin genişlemesi, bir yatırımcının pozisyonunu değiştirmek için göze aldığı “beklenen zarara” işaret ettiği için piyasadaki “sıkışıklık” göstergesi olarak kullanılmaktadır. Ancak bu tür göstergelerin büyük işlemleri içermemesi en büyük eksiklikleri olarak belirtilmektedir (bkz. Persaud, 2001).

Browne ve McKiernan (2005), ikinci tanım olarak makro veya parasal likiditeyi sunmaktadırlar. Burada, kavramın kısa vadeli kredi piyasası ve kısa vadeli faiz oranları ile ilişkili olduğunu ilk tanımın zafiyetlerini ortan kaldırmak için bu tanım üzerinden gidilmesinin uygun olduğunu ifade etmektedirler.

Nitekim bu kavramsal tanımlama üzerinden önemli uluslar arası kuruluşların “küresel likidite” tahminleri veya gösterge değişkenlerinin aranması söz konusudur. OECD, IMF, Avrupa Merkez Bankası ve Deutsche Bank gibi kuruluşların küresel likidite hesaplama yöntemleri ve küresel likidite gelişmeleri üzerindeki temel yorumları aşağıda ele alınacaktır.

### 3.5.2 Küresel Likidite Düzeyi Tahmin Yaklaşımları

Diğer bir likidite tanımı olan parasal veya makro likidite kavramına bakıldığında ise temel olarak para arzı tanımlarının, faiz oranlarının ve seçilmiş uluslararası rezervlerin kullanıldığı görülmektedir.

**Grafik 6: ABD Politika Faiz Oranı ve IMF Faiz Oranı Temelli Likidite Göstergeleri**

Kaynak: FED, IMF WEO, Reel Kısa Vadeli Faiz Oranları sağ ekseninde gösterilmektedir.

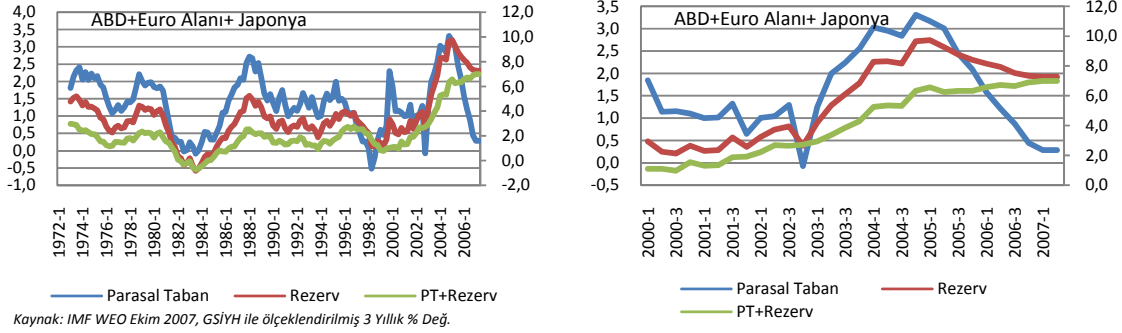
2000’li yıllarda uygulanan para politikaları etkisiyle varlığında söz edilen “bol” likidite koşullarının veya “likidite fazlası” (excess liquidity) durumunun tahmini için IMF (Nicolo & Wiegand, 2007) olgunun para politikası ile ilişkinin üzerinde durmaktadırlar. Özellikle gelişmiş piyasalardaki para politikasının durumu (*policy stance*) ölçülebilmelidir. Para politikasının “uyumluluğu” (*accommodative*) da reel faiz oranlarının düzeyi ile ölçülmektedir. Eğer reel faiz oranları negatif ise para politikası “çok uyumlu” olmakta ve likidite bolluğuna işaret etmektedir. Nicolo ve Wiegand (2007) faiz oranı üzerinden sundukları bu basit çerçeveyi “Taylor Kuralı<sup>4</sup>” kapsamında yeniden ele almakta ve reel faiz yerine potansiyel milli gelir ile daha yakın bir ilişki arz ettiğini düşündükleri Taylor Kuralı faiz oranından sapmaları gösterge olarak önermektedirler.

Faiz oranı yaklaşımına ek olarak “kantitatif ölçüm” olarak adlandırılan yöntemler de Uluslar arası Para Fonu’nca kullanılmaktadır. Gelişmiş ekonomilerdeki parasal tabandaki genişleme ve bu tutara belirli dönemler için küresel rezerv birikiminin eklenmesi şeklinde ifade edilebilecek ve diğer kuruluşlarca da sıkça başvuru ve hatta genel kabul gördüğünü iddia edebileceğimiz yöntemler bu grupta yer almaktadır.

<sup>4</sup> Basit çerçevede Taylor Kuralı potansiyel milli gelir düzeyi ile ilişkili nötr faiz oranının, fiyatlarının enflasyon hedefinden sapması ile çıktı açığı ile aynı yöndeki ilişkisini ifade etmektedir.

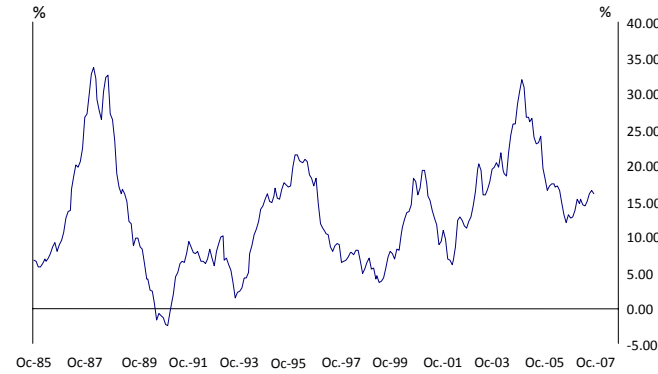
Aşağıdaki grafikte milli gelir ile ağırlandırılıp üç yıllık ortalama değişimler olarak ifade edilen ABD, Euro Alanı ve Japonya'nın ABD doları cinsinden parasal tabanı, rezervleri ve bu iki değişkenin toplamı gösterilmektedir. Özellikle parasal taban+rezerv serisinin 2000 yılı sonrası seyri küresel likiditenin 2005 yılına kadar daha yüksek hız ile arttığını, 2005 sonrası ise bu hızın gerilediğine işaret etmektedir.

**Grafik 7: Küresel Likiditenin Gelişimi (IMF Yaklaşımı)**



Aşağıdaki grafikte OECD tarafından hesaplanan küresel likidite göstergesinin yüzde değişimi görülmektedir. OECD Küresel Likidite Göstergesi ABD parasal tabanı+Çin, Japonya, AB, İngiltere ve Asya ekonomilerinde tutulan uluslararası rezervlerin dolar karşılığından oluşturulmuştur (OECD, The Private Equity Boom, 2007). Kısaca kredi çarpanı için ABD'de oluşan parasal genişlemeye ek olarak diğer ekonomilerde yurt içi likidite yaratımına yol açan rezerv birikimini esas almaktadır.

**Grafik 8: Küresel Likiditenin Gelişimi (OECD Yaklaşımı)**



Uluslar arası kuruluşların yanı sıra özel yatırım bankalarının araştırma birimlerince de küresel likidite ölçümü yönünde girişimleri olmuştur. Bunlardan biri de Deutsche Bank Research'ın yöntemidir. Söz konusu banka küresel likidite için "küresel dolar" olarak tanımladığı ABD'nin M0 tanımlı para arzını ve yabancıların elindeki ABD Bonolarını kullanmaktadır (Becker, 2007). Ayrıca alternatif olarak yine ABD M0

para arzı ve diğer ülkeler uluslararası rezervlerinin toplamını ve “küresel geniş para tanımı” olarak ifade ettikleri G-5 ülkelerine ek olarak Avustralya, Yeni Zelanda, Çin ve Hindistan’ın milli gelire göre ağırlandırılmış para arzlarını içermektedir.

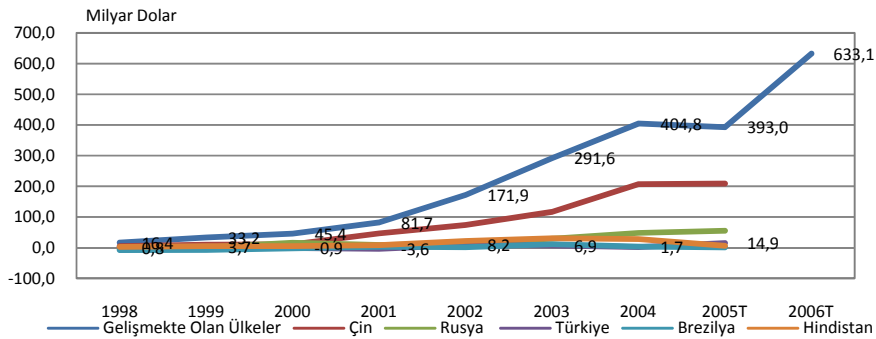
Diğer yandan, özellikle küresel likiditede son dönemlerde gözlenen artışta en önemli katkısı Çin’deki rezerv bikrimi olduğu görülmektedir. Nitekim yine OECD kaynaklarına göre 2006 yılında ek rezerv birikimi 260 milyar dolara ulaşmış ve mevcut stok 1,1 trilyon dolara ulaşmıştır.

**Tablo 4: Ülkeler İtibarıyla Uluslar arası Rezervler**

Milyon \$	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Çin	291.508	408.630	615.563	825.277	1.072.731	-
Japonya	461.789	664.068	835.334	838.095	883.171	-
Rusya	44.111	73.261	121.018	176.697	296.740	465.686
Tayvan	161.868	206.874	242.157	254.449	267.204	-
Güney Kore	121.504	155.466	199.341	211.280	239.830	-
Hindistan	67.754	99.054	126.812	132.528	171.415	267.740
Singapur	82.329	96.358	112.774	116.704	136.800	-
Hong Kong	112.042	118.499	123.754	124.813	133.696	-
Brezilya	37.511	48.904	52.553	53.489	85.494	179.938
Malezya	33.404	43.873	65.995	70.170	82.458	-
Cezayir	23.268	33.164	43.321	56.561	78.223	110.628
Meksika	50.661	59.025	64.252	74.393	76.573	87.355
Tayland	38.096	41.125	48.748	50.923	65.550	-
Türkiye	27.104	34.031	35.731	50.811	61.133	73.591
Libya	14.326	19.607	25.733	39.689	59.524	-
Norveç	32.042	37.264	44.384	47.201	57.067	61.827
ABD	68.051	74.982	76.021	54.331	55.071	59.692
Avustralya	20.716	32.226	35.864	42.133	53.660	-
Polonya	28.687	32.617	35.385	41.051	46.555	63.144
Fransa	28.402	30.222	35.375	27.880	42.821	45.466

Kaynak: IMF

**Grafik 9: Gelişmekte Olan Ülkeler Rezerv Değişimi**



Kaynak: WB, Global Development Finance 2007

Küresel likidite artışı kredi piyasaların ve varlık piyasalarında da hızlı bir genişlemeyi beraberinde getirmiştir. Bu gelişmenin önemli bir ayağını da ABD piyasası oluştururken başta Çin olmak üzere Asya ekonomilerinin ABD açıklarını kendi dış ticaret fazlaları ve rezerv birikimiyle destekliyor olmaları, küresel finansal sistemde Bretton Woods sonrası yeni bir döviz kuru sistemi olarak algılanır hale gelmiştir.

Özellikle 2001 sonrası Çin'in renminbi'yi dolar karşısında sabit tutarak ve düzenli rezerv birikimi ile desteklediği dönemde genişleyen küresel likiditenin yanında bir başka önemli gelişme daha yükselen piyasa ekonomileri olmak üzere, neredeyse tüm gelişmekte olan ülkelerde gözlenmektedir: Bu da bu ülkelerin finansal sistemlerinin kurumsal dönüşüm içerisine girmiş olmasıdır.

2000'li yıllarda finansal piyasalarda gözlenen bir diğer karakteristik de uluslararası sermaye hareketlerindeki bu gelişmeye ek olarak sınır ötesi devir ve birleşme faaliyetlerindeki artıştır. UNCTAD Dünya Yatırım Raporlarının verilerine göre Sınır ötesi devir ve birleşmeler 2005 yılındaki 716 milyar dolar düzeyinden, 2006 yılında 880 milyar dolara yükselmiştir (UNCTAD, 2007). Bu tutarın yaklaşık %17'si gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ekonomilerinde gerçekleşmiştir. Türkiye, 2006 yılında 15,3 milyar dolarlık sınır ötesi devir ve birleşme ile dünyada 11 inci sırada yer alırken, kendi grubu ülkeler arasında ilk sıradadır. Bu üç temel modele bakıldığında önemli bir yaklaşımı da Mishkin'de görmekteyiz (bkz. (Mishkin, 1992 ve 2001)) Burada da önemli olan husus piyasa başarısızlıkları kapsamında bilgi asimetrisinin temel husus olduğu görülmektedir. Bu yaklaşıma göre finansal kriz, finansal sistemin ters seçim (*adverse selection*) ve ahlaki tehlike (*moral hazard*) sorunlarının büyümesi nedeniyle fonları en etkin alanlara yönlendirememesi sonucu ortaya çıkmaktadır. Bu ise finansal piyasaların etkin işlememesi ve iktisadi faaliyetlerin daralmasına yol açmaktadır. Bu durumun oluşmasına olanak tanıyan koşullar ise Mishkin'e (1992) göre finansal kesimde bilânçoların bozulması, faizlerin yükselmesi, belirsizliğin artması ve mali olmayan kesimin bilânçolarının zayıflamasıdır.

## 4 2006 VE 2007 DALGALANMALARINA KISA BİR BAKIŞ

2000-2003 yılları arasındaki dönemde küresel konjonktürde ekonomik büyümenin yavaşlaması sonucunda gelişmiş ekonomilerde duraklama yaşanmış; ABD’de 2000-2001 yılında gerçekleşen resesyon her ülkede farklı tarihlerde hissedilmiştir. Dünyanın lokomotif ülkesi ABD’deki iktisadi gelişmeler diğer ülkelerle olan ticari, finansal bağlantılar ve beklentilere dayalı hareketlerle küresel ekonomilere yansımaktadır. 2001 yılı içerisinde kademeli olarak 11 farklı kez kısa vadeli borç verme faiz oranları %6,50’den %1,75’e indirildikten sonra ABD ekonomisi canlanmış, 2002’den itibaren 2007 yılı başlarına dek devam eden hızlı büyüme sürecine girmiştir. 2004 yılında zirveye ulaşan ABD büyümesi, 2005 yılında artan enerji fiyatları ve doğal afetler sonucunda bir ölçüde gevşese de gücünü korumuştur. Nitekim bu dönemde varlık fiyatlarındaki gelişmelerin olumlu servet etkilerine paralel olarak kredi piyasasında hızlı bir genişleme de yaşanmaya başlanmıştır. Aynı dönemde küresel ekonominin diğer bölgelerinde de canlı talep ile güçlü büyüme sürmüştür.

Gelişmiş ekonomilerdeki güçlü talep, hızlı büyümenin gelişmekte olan ülke ekonomilerine de yayılmasını sağlamıştır. Uzun bir dönem içerisinde devam eden büyüme süreci gelişmiş ülke ekonomilerinde giderek artan fiyat artış baskılarına neden olmuştur. 2002-2003 yıllarında yüksek büyüme yanında düşük seyreden enflasyon oranları 2004 yılından itibaren özellikle ABD ve İngiltere’de tırmanışa geçmiştir. Japonya’da da uzun süren deflasyon dönemi sonrasında gelen fiyat artış baskıları aynı dönemde hissedilmeye başlanmıştır. Gelişmeler üzerine merkez bankaları 2004 yılından itibaren sıkı para politikaları uygulanmaya başlayarak ABD ve İngiltere başta olmak üzere kısa vadeli gösterge faizlerini kademeli olarak yükseltmeye başlamıştır. 2005 yılında tırmanmaya başlayan enerji ve emtia fiyatlarının da dünya ekonomilerindeki enflasyonist baskı yaratması ve dengesizlikleri arttırması üzerine daralcı sıkı para politikaları uygulamalarına devam edilmiştir.

### 4.1 2006 Mayıs-Haziran Dalgalanması

2006’ya gelindiğinde izlenen daralcı para politikalarına rağmen dünya ekonomilerinde canlı büyüme performansı devam etmiştir. Bununla birlikte yılın ilk yarısında, yükselen emtia ve enerji fiyatlarının da etkisiyle küresel imalat sanayi üretiminde düşüş ve hizmetlerdeki yavaşlamaya bağlı olarak büyüme performansında gevşeme beklentilere dahil edilmeye başlanmıştır. ABD ekonomisinde yılın ikinci çeyreğinde konut piyasalarındaki talep azalması ekonominin büyüme hızında yavaşlama ortaya çıkarmışsa da Euro alanı ile Japonya ve yükselen piyasalardaki hızlı büyüme süreci bu yavaşlamayı telafi etmiştir.

2006 yılı ortalarında gelişmiş ülkelerde ekonomileri soğutmaya dönük olarak sürdürülen kısa dönem faiz oranlarının yükseltilmesi süreci devam etmiştir. Bu dönemde Amerikan ekonomisinde işgücü piyasalarında artan ücret baskıları ile enerji ve emtia fiyatlarının yüksek düzeyi, Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) faiz arttırma kararı almasında etken olmuştur. Yine aynı dönemde Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve İngiltere Merkez Bankası'nın da (BoE) faiz artırımını yönünde politikalar izlemeleri, Haziran ayı içerisinde Japonya Merkez Bankası'nın (BoJ) da faiz artırımında bulunması, küresel finansal piyasalarda genişleme eğiliminin sonuna gelindiği yönünde görüşleri güçlendirmiştir. Ayrıca likiditenin azalacağı, bunun da özellikle gelişmekte olan ülke piyasalarından fon çıkışlarına neden olarak genel bir daralma yaratacağı yönünde oluşan piyasa beklentileri, gelişmekte olan ülkelere ani sermaye çıkışları doğurmuştur. Söz konusu durumda gelişmekte olan piyasalarda yerli paralar değer kaybetmiş, borsa endeksi, menkul değerler piyasalarındaki varlık fiyatları düşerek risk primleri artmıştır. Ülkelerin para, sermaye ve emtia piyasalarının tümünde etkili olan dalgalanma, en çok gelişmekte olan ülke piyasaları üzerinde, bunların içinde de dış açığı yüksek olan ve sermaye girişlerine bağımlılığı bulunan (Güney Afrika, Türkiye gibi) piyasalarda keskin fiyat düşüşleri yaratmıştır.

**Tablo 5: Ülkeler İtibarıyla İnterbank Faiz Oranları**

	2006					2007							2008			
Aysonu (%)	Ara.	Oca.	Şub.	Mar.	Nis.	May.	Haz.	Tem.	Ağu.	Eyl.	Eki.	Kas.	Ara.	Oca.	Şub.	Mar.
Gelişmiş Ülkeler																
ABD	5,29	5,29	5,31	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	5,30	4,90	4,82	4,69	4,33	3,59	3,09	2,76
İngiltere	5,12	5,35	5,36	5,34	5,32	5,61	5,59	5,84	5,90	5,80	5,82	5,83	5,57	5,53	5,33	5,40
Japonya	0,46	0,42	0,47	0,65	0,60	0,61	0,61	0,59	0,63	0,63	0,58	0,59	0,59	0,57	0,58	0,63
AB	3,69	3,58	3,58	3,82	3,84	3,84	4,08	4,08	3,97	4,12	4,05	4,10	3,94	4,02	4,02	4,21
Kanada	4,22	4,24	4,25	4,25	4,25	4,25	4,31	4,51	5,30	4,77	4,60	4,55	4,25	4,08	3,96	3,68
Gelişmekte Olan Ülkeler																
Arjantin	7,53	6,91	6,60	7,05	6,90	7,61	8,19	8,96	10,21	9,51	8,94	9,19	9,05	8,09	7,89	8,06
Bulg.	3,62	3,59	3,58	3,85	3,87	3,89	4,20	4,17	4,14	4,30	4,38	4,77	4,77	4,96	4,94	4,98
Kolom.	7,51	7,51	7,74	8,05	8,10	8,62	9,04	8,98	9,29	9,22	9,26	9,23	9,38	9,41	9,57	9,67
Mısır	9,15	9,18	8,99	8,84	8,83	8,81	8,80	8,79	8,85	8,83	8,83	8,83	8,84	8,84	8,94	8,97
Endon.	6,69	4,92	4,74	11,55	8,03	6,73	5,64	5,89	4,35	6,84	1,44	5,24	5,09	8,03	8,37	8,56
Meksika	7,34	7,43	7,46	7,46	7,45	7,71	7,70	7,70	7,70	7,69	7,70	7,93	7,93	7,92	7,93	7,94
Peru	4,47	4,48	4,48	4,49	4,47	4,45	4,51	4,75	4,76	4,99	5,02	5,00	5,00	3,01	5,25	4,90
Filipinler	5,92	4,13	3,89	4,04	4,63	5,06	5,34	5,90	5,97	6,23	6,20	5,88	5,65	6,40	5,33	5,58
Polonya	4,01	4,10	4,08	3,99	3,80	4,36	4,34	4,65	4,50	4,62	4,92	5,24	4,42	5,14	5,55	5,71
Rusya	5,12	2,99	3,30	5,31	3,53	3,17	3,94	3,69	7,12	6,58	4,73	6,15	4,09	3,26	4,65	4,06
Türkiye	18,56	18,41	18,31	18,54	18,49	18,36	18,43	18,38	18,42	18,19	17,62	17,03	16,59	16,35	16,13	15,49
G. Afrika	8,97	9,13	9,05	9,01	9,03	9,12	9,47	9,55	9,98	10,11	10,47	10,54	11,16	11,28	11,07	11,24
Ukrayna	1,97	1,01	1,16	1,33	2,38	2,11	2,06	1,02	1,20	1,14	0,93	3,34	4,57	2,82	11,35	12,00
Çin	1,62	1,37	3,12	1,65	2,94	1,80	2,32	2,05	1,93	3,64	1,92	1,90	1,89	1,88	2,34	2,16
Hindistan	8,11	7,95	7,52	19,51	10,73	7,59	0,97	0,26	6,17	6,65	6,02	7,07	7,63	7,10	7,87	8,08
Macar.	7,66	8,03	8,07	8,21	7,71	7,35	8,56	7,01	6,92	7,29	7,67	6,77	7,76	7,68	7,09	6,75
G. Kore	4,51	4,62	4,62	4,63	4,64	4,69	4,67	4,81	5,03	5,03	5,03	5,03	5,03	5,03	5,03	5,02

Kaynak: Reuters, EcoWin

Finansal piyasalardaki dalgalanmanın olumsuz etkileri yaz aylarında sürmekle birlikte dikkati çeken husus bu etkilerin finansal piyasalarla sınırlı kalması, reel ekonomilere bulaşarak orta-uzun vadeli büyüme, istihdam gibi göstergelere sirayet etmemesidir. Hareketin yarattığı fiyat ve miktar etkileri kısa süre içerisinde toparlanarak 2006 Temmuz ayında dünya ekonomilerinde oynaklık azalmış ve yeniden istikrar tesis edilmiştir. Birçok gelişmekte olan piyasa ekonomisinde uygulanan yerinde parasal tedbir ve politikalar, sürecin geri dönmesinde etkili olmuştur. Son dönemlerin bu ilk dalgalanması aşırı şişen finansal varlık fiyatlarının (hisse senedi, bono, tahvil vb., özellikle konut piyasası fiyatları), kurların düzeltme yapması yönünde sonuçlanmıştır.

Dalgalanma sürecinin derinleşmemesinin nedenleri araştırıldığında öne çıkan husus yükselen piyasa ekonomilerinde temel ekonomik göstergelere ilişkin yapısal durumdur. Ana hatları ile bakıldığında gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin izlediği düşük yerel para birimi, düşük düzeylerde seyreden cari açık, güçlü düzeylerde oluşturulmaya çalışılan döviz rezervlerinin bu ülkelerin ekonomik yapısında bir tampon gibi krizin verdiği hasarı finansal piyasalarda emerek bunun reel ekonomik faaliyete bulaşmasını önlediği düşünülmektedir. Özellikle ekonomilerde dışa açıklık arttıkça, küresel şoklara duyarlılık da arttığından temel makroekonomik göstergelerin sağlıklılığı önem kazanmaktadır (IMF, 2007 Nisan) . Ancak bu çerçeveden bakıldığında ülke ve bölgeler düzeyinde daha detaylı incelemelerden ayrıştırılmış sonuçlar çıkacağı görülmektedir. Kriz benzeri bu sürecin derinleşmemesinde bir diğer etken de tek bir ülke veya benzer ekonomik sistem içerisinde bulunan bir bölgeden kaynaklanarak ortaya çıkmamasıdır. Süreç genel olarak küresel gelişmiş ülkelerdeki politika uygulamalarının yarattığı beklentiler üzerinde yarattığı etki ve ortaya çıkan ani yatırımcı refleksinin sonucu olarak değerlendirilmektedir. Ülke ya da bölge ayrımı olmaksızın tüm piyasa ekonomilerine yayılan bir süreçte hissedilmiştir. Tek bir ülke ya da bölgeye yönelik algılamalarda kendini besleyen kriz sürecinin daha hızlı işleyerek daha derin etkiler doğurduğu gözlenmektedir. Özellikle 2000 öncesi dönemde yükselen piyasaların makroekonomik dengelerinin zayıflığı bu ekonomilerin daha kırılgan olarak algılanmasına yol açmaktadır. Öne çıkan belirli bir ülke, belirli bir borç krizi (Latin Amerika gibi), benzeşen bir sistem (Güney Doğu Asya gibi) olmayıp; dışa açık serbest piyasa ekonomilerinin de içinde bulunduğu tüm küresel sistemin içerisine girdiği bir sıkışma ve dönüşümdür. Bu dönüşüm temel olarak artık küresel büyük ekonomilerin de içerisinde olduğu hatta küresel dalgalanmaların temel nedeni olduğu yeni dönemde geçişi ifade etmektedir. Bu dönemde daha önceki finansal krizler döneminde olduğu gibi yükselen piyasalar kırılganlık nedeni olmaktan uzaklaşmakta, gelişmiş ülkelerin kredi piyasaları ve varlık piyasalarındaki aşırı şişkinlik ana unsur haline gelmektedir.

Bu gelişmeler ABD, Euro Alanı, Japonya, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin uyguladıkları politikaların artık sadece kendileri için değil serbest piyasa sistemine dahil olan tüm piyasalar üzerinde etkiler doğurabildiğini göstermesi



bakımından önemlidir. Küresel piyasalarda ülkeler tek bir büyük resmin parçaları halini almıştır. Ancak yaşanan türbülans sonrasında, ülkelerin kısa sürede toparlanma içerisine girmeleri krizlerin bazı şartlar gerçekleştiği zaman derinleşerek reel ekonomilerde etkili olduğunu ve bulaşıcılık kazandığını düşündürmektedir. Burada ülkelerin ekonomik değişkenlerindeki yapının dengeli olması gereği evvelce vurgulanmıştır. Bu noktada *yüksek dış açık ile uygulanan döviz kuru rejimi* öne çıkan politika unsurlarıdır. Bunun yanı sıra ülkelerarasındaki ticari ilişkiler, finansal sektördeki bağlantıların derinliği ve boyutu ile uygulanan ekonomi politikaları ve sistemlerin benzer yapıda olması önem taşımaktadır. Finansal sistemin, özellikle de bankacılığın zafiyet içeren bir mali yapı arz etmesi de krizlerin etkileri ve mali boyutunu çok yükseltmektedir. Bu nedenle ülkelerdeki muhasebe ve denetim sistemlerindeki disiplin ve mali sistemin şeffaflığı önemlidir. Yeni Küresel yapıda gelişmiş ülkeler ile tek başına ABD ekonomisindeki gelişmeler önemli olmakla beraber artık dünyada bölgesel ekonomik yapılanma öne çıkmıştır. Gelişmiş ülkelerin yanı sıra yükselen piyasaların hem ekonomik hem de ticari büyüklükte artan payları küresel risklerin merkezden dağılması ve ekonomik bağlantıların çeşitlenmesi sonucunu doğurmuştur.

#### 4.2 2007 Şubat-Mart Dalgalanması

2006 yılının ilk yarısında canlı seyreden büyüme, yılın ikinci yarısında da bazı bölgelerde güç kaybetmekle birlikte devam etmiştir. Yıl içerisinde artan petrol ve emtia fiyatları, kısa dönem faiz oranlarındaki yükseliş, Mayıs-Temmuz döneminde yaşanan finansal piyasa dalgalanmalarına rağmen dünya ekonomisi %4 büyümüştür. Ancak daraltıcı para politikalarının etkileri ABD ekonomisi üzerinde iyiden iyiye hissedilmeye başlandığından 2006'nın ikinci ve üçüncü çeyreğinde özellikle konut sektöründe talep azalmasından kaynaklanan keskin büyüme düşüşü yaşanmıştır. Yılın son çeyreğinde büyümesini sürdüren ABD olumsuz küresel gelişmelere rağmen %3,3 ile bir önceki yıla yakın düzeyde büyümüştür. Dönem içerisinde Euro alanında büyüme, yatırım ve tüketimle canlı seyrini sürdürürken, Japonya'da görece canlanmaya bağlı enflasyonist baskılar hissedilmeye başlanmıştır. Gelişmekte olan ülkeler (özellikle BRIC ) gelişmiş bölgelere kıyasla önceki dönemlerde benzeri görülmemiş bir performansla 2006'da % 7,3 dolayında büyümüştür.

2007 yılı başında küresel görünüm, finansal piyasalarda görece sakin seyir ve diğer ekonomi alanlarda büyümenin devam ederken ABD'de de nispi bir yavaşlama biçimde oluşmuştur. 2002-2006 yılları arasındaki dönemde giderek yükselerek bu düzeylerde seyreden petrol ve emtia fiyatları ile ülkelere giren sıcak paranın yarattığı likidite bolluğunun etkisiyle dünya ekonomilerinde genişleyen talep ve hızlanan büyümenin yanı sıra; orta vadede iyimser beklentilerin hakim olmasıyla fonlar özellikle yüksek getiri arayışı ile yükselen piyasa ekonomilerine yönelmiştir. Bu süreç beklentilerdeki iyimserliğin kendisini besleyen bir döngü içine girmesiyle görece riskli yatırım araçlarına da yatırım yapılmasına neden olmuştur. Küresel ekonomilerde finansal aktiflere olan yüksek talep neticesinde hisse senedi, tahvil, bono vb'de reel

ekonomi dengelerinden kopuk, spekülâtif hareketlerle beslenen aşırı değerli fiyat düzeyleri ortaya çıkmıştır. Aşırı şişen finansal aktif fiyatlarının ekonomide yarattığı balon etkisi 1997 yılında Güney Doğu Asya’da yaşanan finansal varlık fiyatlarının bölgesel olarak aşırı yükselmesi ile benzerlik göstermektedir.

Bu ortamda, 2007 Şubat ayının son günlerinde Çin ekonomisinde bir süredir devam eden gelişmeler sonucunda Şanghay borsasında soruşturma başlatılacağı haberi paniğe yol açmış, borsa endeksi bir gün içerisinde %8,8 değer kaybetmiştir. Aynı günlerde Amerikan ekonomisinde durağanlaşan kâr oranlarının 2007 yılı için durgunluğa işaret ettiği yorumlarının yapılması, Japon faiz oranlarındaki düşüklüğün sorun yaratacağına dair açıklamalar, EBC ve BoE’nin faiz arttırım beklentileri, petrol fiyatlarındaki yükseliş, Ortadoğu’daki siyasi gerginlikler de olumsuz havayı beslemiştir. Gelişmeler üzerine piyasa oyuncuları kısa sürede nakit varlıklarını arttırarak yeni pozisyon alma arayışına girmiştir.

Mart ayının ilk haftasında süren olumsuz psikolojinin etkisiyle yeniden bu kez Avrupa, Asya, Amerika piyasalarından çıkış ve (gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde) fiyat düşüşleri yaşanmıştır. Bu düşüşten en çok da mali piyasalarda varlıkları yüksek prim yapmış, cari açığı yüksek düzeylerdeki ülkeler etkilenmiştir. Japon Yeni’nin değer kazanacağı beklentisi ile dünya borsalarındaki düşüşler, (Japon Yeni ve İsviçre Frangı gibi sıcak para fon kaynağı iki ülkenin para birimleri karşısında) para birimlerinin değer kaybetmesini gündeme getirmiştir. Bununla birlikte küresel para ve sermaye piyasalarında yaşanan bu dalgalanma süreci de iki hafta gibi kısa bir sürede toparlanarak bir önceki yılın ortalarında yaşanan dalgalanmada olduğu gibi kalıcı etkiler doğurmamış, piyasalar eski seyrine dönmüştür.

Haziran 2006’da yaşanan gelişmeler gibi Şubat 2007 dalgalanması da finansal piyasalardaki etkilerle sınırlı kalmış, makroekonomik yapısal değişkenlere bulaşarak kalıcı hale gelmemiştir. Bunun nedenleri 2006 dalgalanmasındaki benzer ekonomik yapı ve konjonktürün devam etmesidir. Küresel ekonomik sisteme dahil olan ülkeler daha önce yaşanan krizlerden de yola çıkarak kırılancılık kaynağı olabilecek (uluslararası rezervler, açık pozisyon vb) değişkenlerini kuvvetli tutmuş, açık makroekonomik yapıya uygun esnek politikalar uygulamıştır. Aynı zamanda ülkeler özellikle para politikası uygulamalarında iletişim içerisinde koordineli ekonomik tedbirler almıştır. Yine kriz benzeri bu sürecin tek bir ülke veya ekonomik bölge kaynaklı olmaması hususu da geçerlidir (Bkz: bölüm 4.a) 2007 başında yaşanan gelişmeler öncekinden farklı olarak gelişmiş ve gelişmekte olan tüm dünya piyasalarında hissedilmiştir.

Şubat-Mart 2007’deki gelişmeler sonrasında para ve sermaye piyasalarında risk algılamaları düşük düzeylere inmiş ve beklentilerdeki olumlu görünüm devam etmiştir. Ancak, Şubat-Mart dalgalanmasını takiben orta vadede dünya ekonomilerine ilişkin beklentilerin fazlasıyla olumlu olması finansal piyasalarda

aşırı risk alımını beslemiş, var olan risklerin boyutunu büyüterek, yoğunlaşmasına ve ileri dönemlere ertelenmesine yol açmıştır. Bu durum düşük dereceli bazı ülke veya şirket borç senetlerinin düşük risk primi ile fiyatlanması; ABD subprime (eşik altı, düşük gelirli kesime dönük) mortgage piyasasındaki kredilerle dayalı menkul kıymetler hakkındaki olumsuz algılamaların diğer varlık piyasalarına bulaşmaması gibi gelişmelerle devam etmiştir (piyasada likidite artış hızının yavaşlamaya başladığına ilişkin araştırma sonuçları dikkate almaya değerdir. İlerdeki dönemlerde daratıcı politikalarla likiditenin azalması gündeme gelebilecektir. Yine, piyasaların mali aktif fiyatlarındaki yükseklik, risk primlerinin spekülatif düşüklüğü, potansiyel fiyat düzeltme sürecinin gerçekleşebileceğini düşündürmektedir).

#### 4.3 2007 Temmuz Dalgalanması ve Sonrası

2007 yılının başlarına gelindiğinde dünya ekonomisi belli başlı ülke ve bölgelerde üretimin tam istihdam düzeylerinde seyrettiği, işsizlik oranlarının da doğal orana yakın olduğu bir görünümdeydi. Ancak eski düzeylerine kıyasla yükselen kısa ve uzun dönem faiz oranları, artan risk primleri, petrol, kıymetli maden ile gıda fiyatlarındaki yüksek seyir büyümenin gücünün azalacağı ve ekonomik genişlemenin yavaşlayacağı yönünde sinyaller olarak algılanmaktadır. Dünya ekonomilerinde; özellikle de gelişmekte olan ülkelerde dikkat çekici büyüme performansı bütün hızıyla sürerken, ABD ekonomisinde yılın ilk çeyreğinde konut yatırımı harcamalarındaki azalma büyüme oranında 1 puan düşüş yaratmış, yatırım harcamalarında canlanma görülmezken, güçlü özel tüketim büyümeyi beslemiştir. ABD konut sektörü ve yüksek riskli mortgage kredilerinde potansiyel riskler devam etmekte ancak henüz diğer piyasalara geçişlilik göstermemiş bulunmaktadır. Diğer taraftan aşırı iyimser öngörü ile riskli aktiflerin düşük primlerle fiyatlanması ve mali aktif fiyatlarındaki aşırı şişkinliğin yarattığı potansiyel riskler finansal piyasalarda varlığını sürdürmektedir (Bkz: Bölüm III.2)

Küresel ekonomik ortamda 2007 yılının ikinci yarısında ABD'deki şirketlerde kâr azalması ve ekonomik yavaşlama yönünde sinyallerde artış görülmeye başlanmıştır. Özellikle otomobil satışları, dayanıklı tüketim malı talebi azalması, sanayi eğilim anketlerindeki düşüşler, artan yavaşlama işareti sayılarak, kimi iktisatçılar tarafından durgunluk belirtileri olarak yorumlanmıştır. Bu konjonktür içerisinde 2007 yılı Haziran ayında ABD konut satışı rakamlarının %6,6 düşmesi ve riski yüksek mortgage kredilerine yatırım yapan iki büyük hedge fonunun batmasını takiben 24 Temmuz'dan itibaren piyasalarda risk iştahı aniden azalarak tüm borsalardan kaçış başlamıştır. Kaçışla birlikte borsalarda yüksek oranlarda düşüş yaşanırken pozisyonların kapatılmasından dolayı da Japon yeni değerlendirilmiştir. 24 Temmuz'u takip eden günlerde hızlanarak devam eden düşüşler 26 Temmuz Perşembe günü doruğa çıkmış, haftanın son günü azalarak devam etmiştir.

**Tablo 6: Ülkeler İtibarıyla Borsa Endeks Aylık Değişimi**

Aysonu Değerler	2006						2007						2008	
Aylık % Değişim	Ara.	Oca.	Şub.	Mar.	Nis.	May.	Haz.	Tem.	Ağu.	Eyl.	Eki.	Kas.	Ara.	Oca.
<b>Gelişmiş Ülkeler</b>														
ABD	1,97	1,27	-2,80	0,70	5,73	4,32	-1,61	-1,47	1,10	4,03	0,25	-4,01	-0,80	-4,63
İngiltere	3,09	-0,75	-0,85	2,42	2,40	4,47	-0,25	-4,13	-0,59	3,65	4,71	-4,59	0,27	-8,89
Japonya	5,85	0,91	1,27	-1,80	0,65	2,73	1,47	-4,90	-3,94	1,31	-0,29	-6,31	-2,38	-11,21
AB	3,85	2,11	-2,04	2,59	3,35	2,52	-0,75	-3,37	-1,22	0,30	2,86	-4,93	-1,56	-11,64
Kanada	1,42	0,35	-0,47	1,05	1,61	5,32	-0,90	0,00	-0,22	3,02	3,90	-5,45	1,06	-4,49
<b>Gelişmekte Olan Ülkeler</b>														
Arjantin	6,06	2,99	6,88	6,77	4,06	-0,39	0,84	10,67	8,03	-3,54	1,40	-6,88	6,72	-1,13
Brezilya	6,28	0,59	2,46	4,11	-2,33	-0,48	-5,42	6,11	7,47	-6,14	-2,51	-6,71	7,72	-1,21
Bulgaristan	5,50	4,42	-0,36	4,86	5,70	11,20	2,34	15,14	4,58	-8,79	0,19	-20,62	1,87	-14,01
Kolombiya	8,86	-4,25	1,13	-5,77	4,45	4,42	-3,41	-2,74	1,88	4,57	-3,79	-14,84	0,92	0,06
Ekvator	-2,25	0,77	1,11	-1,33	-2,84	2,48	-1,83	-1,02	-2,20	-0,44	3,03	-3,08	3,69	-3,54
Mısır	-2,25	0,77	1,11	-1,33	-2,84	2,48	-1,83	-1,02	-2,20	-0,44	3,03	205,55	9,07	4,24
Endonezya	5,04	1,41	9,19	4,26	2,64	9,79	-6,57	7,51	12,05	1,70	2,14	-4,32	3,60	-13,52
Meksika	5,95	8,69	0,87	8,28	-0,79	-1,58	-1,02	-0,17	3,84	-5,37	-0,78	-2,52	0,43	9,92
Peru	12,21	33,16	20,50	-2,64	11,11	4,70	-10,98	4,69	-0,58	-15,86	-4,01	-14,35	18,37	-2,10
Filipinler	6,96	7,41	2,10	6,24	5,36	-5,28	-2,95	6,17	5,21	-4,80	1,20	-9,82	-4,16	-2,61
Polonya	0,36	14,11	3,97	6,29	3,95	-3,64	-4,74	-0,46	4,57	-10,21	-1,82	-14,20	-0,47	2,24
Rusya	9,22	0,27	-1,17	-6,43	6,09	4,11	-3,31	4,91	6,55	-1,28	2,07	0,96	8,23	0,35
Türkiye	2,49	11,62	3,03	4,66	0,03	12,17	-4,97	7,66	6,61	-5,90	2,44	-23,12	4,87	-7,82
Ukrayna	12,36	64,58	-0,12	7,74	12,92	9,35	-9,73	5,12	13,69	-5,82	5,91	-6,83	0,75	-14,80
Venezuela	21,15	-6,29	-11,41	-8,86	0,45	6,12	-6,17	-5,68	5,07	-2,67	-0,59	-7,06	-1,80	1,98
Çin	27,45	4,14	3,40	10,51	20,64	6,99	-7,03	17,02	16,73	6,39	7,25	-18,19	8,00	-36,37
Hindistan	0,66	2,21	-8,18	1,04	6,12	4,84	0,73	6,15	-1,49	12,88	14,73	-2,39	4,77	-21,37
Maceristan	8,58	-3,16	-2,86	0,22	8,55	5,04	8,33	1,16	-6,36	3,68	-3,63	-5,93	1,85	-15,22
Cüney Kore	0,19	-4,11	4,63	2,14	4,88	8,56	2,42	9,57	-2,25	4,24	4,66	-6,82	0,51	-6,24

Kaynak: Reuters, EcoWin

Temmuz ayı içerisinde ABD yüksek riskli mortgage piyasasındaki sorunlar nedeniyle başlayan piyasa dalgalanması Ağustos'da devam etmiş; Avustralya, Almanya, Fransa, İngiltere'deki finansal kurumlara da bulaşarak sistemden çıkmaları sonucunu doğurmuştur. Piyasalardaki hareketin durulmaması üzerine FED önce para piyasalarında likidite miktarını arttırmış, iskonto faiz oranlarını 5,75'e indirmiş; gerektiği takdirde piyasalarda ilave tedbirler alacağı hususunda da açıklama yapmıştır. Nitekim finansal piyasalardaki gelişmelerin sürmesi ve beklentilerin düzelmemesi sonucunda 18 Eylül 2007 tarihinde FED gecelik borçlanma faiz oranını beklentilerin ötesinde 0,5 puan indirerek %4,75'e çekmiştir.

Küresel piyasaları bütünüyle etkileyen sorunlar dünyanın belli başlı para otoritelerinin de politikalarını gözden geçirerek yeni politikalar belirlemelerine yol açmıştır. Bu çerçevede ECB ve BoJ piyasalara para enjekte ederek likiditeyi arttırmış, yaz ayları içerisinde yapmaları beklenen faiz artırımlarını da ertelemişlerdir. Dünya merkez bankalarının ekonomik konjonktürle uyumlu politikalar izlemeleri küresel krizin etkilerinin azaltılmasında olumlu etkiler doğurmuştur. Ancak Eylül ayında İngiltere'nin büyük mortgage kredisi bankalarından Northern Rock'un ödeme gücüğü içine girmesi, takip eden günlerde ABD

ve Avrupa'nın önde gelen bankacılık gruplarının yüksek tutarlı zarar ve/veya kâr tutarlarında önemli azalma açıklamaları finansal piyasalardaki sorunlu kredilerle ilgili gelişmelerin etkilerinin sürdüğüne işaret etmektedir. Ancak Ağustos ayı ortalarında yoğunlaşan ani finansal varlık fiyat düşüşleri ve risk primlerindeki yükseliş sürecinin yerini, özellikle ABD ekonomisindeki müdahalelerden sonra Eylül'ün ikinci yarısında, normal fiyat seyrine bıraktığı görülmektedir.

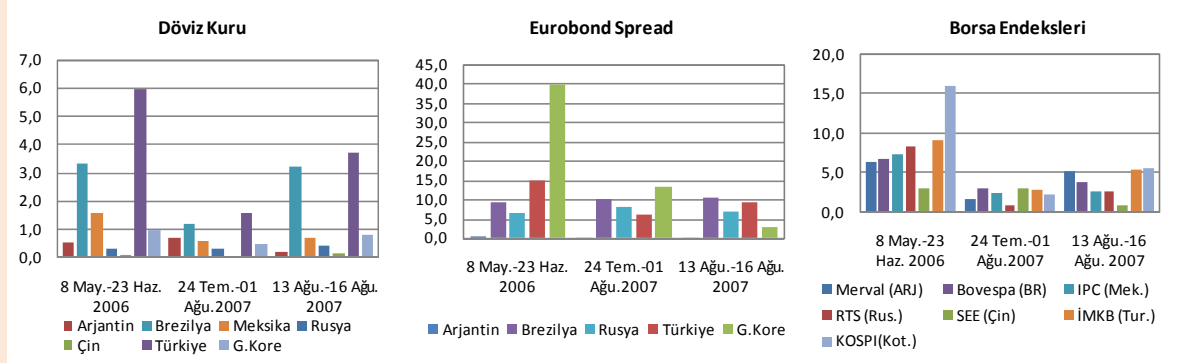
**Kutu 1 Dalgalanmaların Mukayeseli Görünümü**

2006 yılının Mayıs ayından bu yana gerçekleşen dalgalanmaların boyutlarını ülkelerarasında karşılaştırılabilir kılabilmek için değişim katsayısı kullanmak mümkündür. Söz konusu katsayı her değişkenin ilgili zaman aralığındaki standart sapmasının aritmetik ortalamasına bölünmesiyle elde edilmektedir. Değişim katsayısının büyümesi, dalgalanmanın boyutunun artması şeklinde yorumlanmaktadır.

**Tablo: Değişim Katsayısı**

	İlk Dalgalanma		İkinci Dalgalanma	İkinci Dalgalanma Alt Dönemleri			
	8 May.-23 az. 2006	24 Haz.-29 Ara.2006	23 Tem.-16 Ağu.2007	24 Tem.-01 Ağu.2007	13 Ağu.-16 Ağu. 2007	17 Ağu.-18 Eyl.2007	18 Eylül-26 Eylül 2007
<b>Nominal Döviz Kurları</b>							
Arjantin	0.574	0.496	0.457	0.712	0.223	0.428	0.211
Brezilya	3.321	1.080	3.248	1.208	3.239	2.178	0.558
Meksika	1.590	1.207	0.956	0.595	0.728	0.421	0.311
Rusya	0.339	0.838	0.395	0.303	0.446	0.638	0.518
Çin	0.119	0.767	0.144	0.074	0.152	0.360	0.079
Türkiye	5.968	3.444	3.017	1.607	3.711	2.468	0.613
G.Kore	0.958	1.370	0.831	0.475	0.811	0.566	0.411
<b>ORTALAMA</b>	<b>1,838</b>	<b>1,315</b>	<b>1,292</b>	<b>0,711</b>	<b>1,330</b>	<b>1,009</b>	<b>0,386</b>
<b>Eurobond Spreadleri</b>							
Arjantin	0.591	4.477	0.288	0.257	0.132	0.395	0.189
Brezilya	9.289	11.581	12.047	10.067	10.580	7.740	2.399
Rusya	6.401	7.104	8.236	8.198	6.880	4.768	6.890
Türkiye	14.881	14.356	7.417	6.036	9.267	3.816	4.208
G.Kore	39.883	9.994	10.200	13.158	2.666	6.706	0.550
<b>ORTALAMA</b>	<b>14,209</b>	<b>9,502</b>	<b>7,637</b>	<b>7,543</b>	<b>5,905</b>	<b>4,685</b>	<b>2,847</b>
<b>Borsa Endeksleri</b>							
Merval (ARJ)	6.520	8.143	5.206	1.735	5.358	1.971	1.073
Bovespa (BR)	6.946	7.237	3.846	3.078	3.835	3.646	1.835
IPC (Mek.)	7.397	9.857	3.078	2.609	2.828	2.245	0.365
RTS (Rus.)	8.527	7.665	2.876	1.011	2.657	1.669	1.787
SEE (Çin)	3.177	12.662	4.462	3.110	1.073	3.580	0.608
İMKB (Tur.)	9.254	4.800	3.310	2.977	5.527	3.203	2.448
KOSPI(Kot.)	15.996	3.982	4.045	2.408	5.750	3.336	2.075
<b>ORTALAMA</b>	<b>8,260</b>	<b>7,764</b>	<b>3,832</b>	<b>2,418</b>	<b>3,861</b>	<b>2,807</b>	<b>1,456</b>

Kaynak: BDDK, Reuters



Yukarıdaki tabloda çeşitli tarihlerdeki finansal dalgalanma dönemleri gelişmekte olan ülkelerarası karşılaştırmalı olarak sunulmaktadır. Dalgalanma dönemlerine ek olara piyasaların görece olarak normalleştiği dönemlere de tabloda yer verilmiştir. Tablodan izlenebileceği gibi dalgalanmaların boyutu ülkemizde diğer yükselen piyasalara göre daha büyük olmuştur. Nitekim nominal kurlar (ulusal para birimi/ABD Doları) en fazla Türkiye’de dalgalanmıştır (değer kaybetmiştir). Değişim katsayıları söz konusu dönemde Borsa ve eurobond spreadlerindeki dalgalanmanın Türkiye’de yüksek olduğunu ortaya koymaktadır. Üç göstergede de Türkiye’deki dalgalanmanın seçilmiş ülke ortalamalarına göre daha yüksek olduğu görülmektedir.

## 5 GÖSTERGELER

### 5.1 Geleneksel Göstergeler

Ekonomideki ve finansal piyasalardaki gelişmelerin izlenmesi çerçevesinde hangi göstergelerden nasıl yararlanılacağı her karar alıcının kendi faaliyetlerine ve ihtiyacına göre özel olarak belirlenmesi gereken bir alandır. Ancak yine de tüm kullanıcılar tarafından genel kabul görmüş bazı göstergelerden ve verilerden söz etmek mümkündür. Bu göstergeler ise sıklıkla birinci, ikinci ve üçüncü nesil finansal krizleri açıklayan değişkenlerden seçilmiştir.

Nitekim bu çerçevede özellikle finansal kesimin gözetim ve denetimden sorumlu kuruluşlara yönelik makro ihtiyat göstergeleri (*macro prudential indicators*) kavramı geliştirilmiştir ve uygulanmaktadır (bkz. (Evans, Leone, Gill, & Hilbers, 2000).

Ayrıca makro gözetim göstergelerine ek olarak, Kaminsky (2003) finansal kriz modellerinde sıklıkla kullanılan değişkenleri derlemiştir. Bunlar aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

**Tablo 7: Kriz Modellerinde Kullanılan Göstergeler**

Birinci Nesil	Kamu Kesimi Açıkları/GSYİH, Aşırı Reel Parasal Genişleme(M1)
İkinci Nesil	İhracat, İthalat, Reel Efektif Kur, Dış Ticaret Haddi, Yurt içi Reel Faiz Oranı
Üçüncü Nesil Krizler	Yurt içi Kredi Hacmi /GSYİH, M2/Rezervler, M2 Çarpanı, Mevduat, Hisse Senedi Fiyatı, Bankacılık Krizleri
Ülke Borç Krizleri	Borç/İhracat, Kısa Vadeli Dış Borç/Rezerv
Ani Duraklama Modelleri	Dünya Reel Faiz Oranları, Uluslararası Rezervler

Kaynak: Kaminsky (2003)

Tablo 8 Makro Gözetim Göstergeleri-Özet

Toplulaştırılmış Mikro Gözetim Göstergeleri	Makroekonomik Göstergeler
<b>Sermaye Yeterliliği</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Toplulaştırılmış sermaye rasyoları</li> <li>• Sermaye rasyolarının sıklık dağılımı</li> </ul> <b>Aktif Kalitesi</b> <b>Borç veren kurum açısından</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sektörel kredi yoğunlaşması</li> <li>• Yabancı para cinsinden krediler</li> <li>• Takipteki alacaklar ve karşılıklar</li> <li>• Kamu kuruluşlarına kullandırılan krediler</li> <li>• Aktiflerin risk profili</li> <li>• Bağlı (grup ve iştiraklere kullandırılan) krediler</li> <li>• Kaldıraç rasyoları</li> </ul> <b>Borç alan taraf açısından</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Borç/sermaye oranı</li> <li>• Şirket karlılığı</li> <li>• Şirketlerin mali durumlarına dair diğer göstergeler</li> <li>• Hanehalkı borçluluk göstergeleri</li> </ul> <b>Yönetim Kalitesi</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gider rasyosu</li> <li>• Personel başına kâr</li> <li>• Finansal kurumların sayısındaki artış</li> </ul> <b>Gelirler ve Kârlılık</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Aktif getirisi</li> <li>• Özkaynak getirisi</li> <li>• Gelir ve gider rasyoları</li> <li>• Yapısal karlılık göstergeleri</li> </ul> <b>Likidite</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Finansal kurumlara MB tarafından sağlanan krediler</li> <li>• İnterbank faiz oranlarındaki farklılaşmalar</li> <li>• Mevduatın parasal büyüklüklere oranı</li> <li>• Kredi/mevduat oranı</li> <li>• Varlık ve yükümlülüklerin vade yapısı (likit varlıklar rasyosu)</li> <li>• İkincil piyasa likidite göstergeleri</li> </ul> <b>Para piyasalarında segmentasyon göstergeleri</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Piyasa Risklerine Duyarlılık</li> </ul> <b>Faiz, Kur, hisse senetleri ve mal fiyatları riski</b>	<b>Ekonomik Büyüme</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Toplulaştırılmış büyüme oranları</li> <li>• Sektörel durgunluk/kriz göstergeleri</li> </ul> <b>Ödemeler Dengesi</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cari işlemler açığı</li> <li>• Döviz rezervleri</li> <li>• Dış borçlar (vade yapısı dahil)</li> <li>• Dış ticaret hadleri</li> <li>• Sermaye hareketlerinin kompozisyonu ve vade yapısı</li> </ul> <b>Enflasyon</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Enflasyon oranındaki dalgalanmalar</li> </ul> <b>Faiz ve Kur</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Faiz ve döviz kurlarındaki dalgalanmalar</li> <li>• Yurtiçi reel faiz oranları</li> <li>• Döviz kurunun sürdürülebilirliği</li> <li>• Döviz kuru garantileri</li> </ul> <b>Krediler ve Varlık Fiyatları</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kredilerdeki hızlı büyüme</li> <li>• Varlık fiyatlarındaki hızlı artışlar</li> </ul> <b>Bulaşma Etkisi</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ticaret etkisi</li> <li>• Finansal piyasalar arasındaki ilişkiler</li> </ul> <b>Diğer Faktörler</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Yönlendirilmiş kredi ve yatırımlar</li> <li>• Kamu kesiminin bankacılık sistemi üzerindeki baskısı</li> <li>• Ödenmeyen/ödemesi gecikmiş borçlar</li> </ul>
	<b>Piyasaya Dayalı Göstergeler</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Kredi dereceleri</b></li> <li>• <b>Spreadler</b></li> <li>• <b>Aşırı getiri göstergeleri</b></li> <li>• <b>Finansal araçların piyasa fiyatları</b></li> </ul>

Kaynak: IMF-Macroprudential Indicators of Financial System Soundness, Nisan 2000.

Nitekim yukarıdaki tabloda özetlenen verilerin büyük bir kısmının konsolide bir şekilde sunumu ve değerlendirilmesi BDDK bünyesinde de gerçekleştirilmekte olup, önceleri Bankacılık Sektörü Değerlendirme Raporu daha sonra ise Finansal Piyasalar Raporu adı altında hazırlanan raporlarla kamuoyu ile paylaşılmaktadır.



## 5.2 Yeni Nesil Göstergeler

Bu tür veri kümelerinin yanı sıra özellikle finansal istikrar açısından izlenmekte olan göstergelerin zaman içerisinde veri toplama ve yayımlamadaki ilerlemelerle değişiklik geçirdiği gözlenmektedir. Ana hatlarıyla yukarıdaki liste geçerliliğini korurken özellikle finansal küreselleşme sonrasında artan ürün çeşitliliği ve işlem hacmine ek olarak gelişen risk ölçüm teknikleri, belirli alanlara ilişkin yeni tür verilerin oluşmasına yol açmıştır. Ancak bu çeşitlilik aynı zamanda gözetim faaliyetlerinin maliyetini artırmakta ve üst düzeyde ve detaylı uzmanlıklar gerektirmektedir.

Elbette finansal piyasaların ulaştığı nokta ile veri toplama ve dağıtımı hususunda gözlenen gelişmeler finansal piyasalar için izlenebilecek olan veri sayısını ve çeşitliliğini büyük ölçüde artırmıştır. İletişim teknolojilerindeki gelişmeler gün içi, işlem bazında (*tick by tick*) veri toplama ve dağıtımına olanak tanırken, bu verilerin tamamının kullanıcı için doğru bilgi taşıyan ve sürekli bir izleme faaliyeti ile değerlendirilmek durumunda olduğunu ifade etmek güçtür. Nitekim özellikle finansal istikrar ve sağlamlılık açısından, yukarıda belirtilen makro gözetim göstergelerini de göz önünde bulundurarak, konunun uzmanlarınca sıklıkla gönderme yapılan ve ortaklaşa izlenen “yeni nesil” göstergelerin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu göstergelerle tespit edilmesindeki en önemli ölçüt özellikle yatırım kararlarına ve uluslar arası sermaye hareketlerine yönelik değerlendirmelerdir. Ayrıca bu göstergelerin iktisatçılar, yatırım uzmanları ve karar alıcılar tarafından ortaklaşa kullanılıyor olması da göz önünde bulundurulmalıdır. Bu açıdan değerlendirildiğinde kurumsal olarak Uluslararası Para Fonu’nun tespit ettiği bazı göstergeler ile yurt içi ve yurt dışı yatırım kuruluşlarının raporlarında ve konuyla ilgili akademisyenlerin yazılarında bazı göstergeler öne çıkmaktadır.

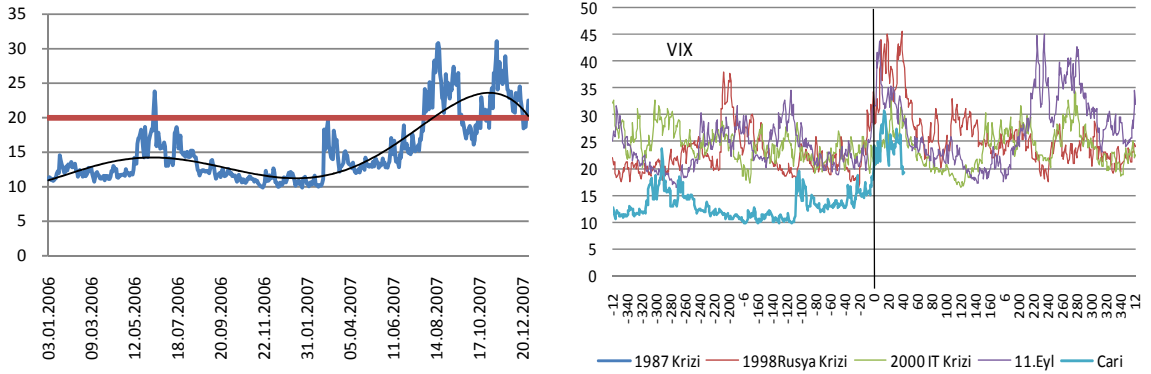
### 5.2.1 IMF Genel Göstergeleri

Artık görev tanımı içerisine küresel finansal istikrar kavramını alan Uluslararası Para Fonu, önceleri Uluslararası Sermaye Piyasaları Raporu (International Capital Markets Report) ve Yükselen Piyasa Ekonomileri Finansmanı (Emerging Market Financing ) raporlarını birleştirerek bu amacı doğrultusunda Küresel Finansal İstikrar Raporu’nu (Global Financial Stability Report) yayınlamaya başlamıştır. Bu raporda da özellikle son sayılarında temel makro gözetim göstergelerine ek olarak bazı yeni tür piyasa göstergelerini eklemiştir. Bunlar ise kabaca özetlenecek olursa oynaklık (volatilité) göstergeleri ve ABD varlığa dayalı menkul kıymet göstergeleridir.

Uluslararası Para Fonu, raporlarında standart haline getirmiş oldukları bu göstergelere ek olarak özellikle 2006 Mayıs ayından itibaren devam etmekte olan küresel türbülanslara yönelik gerçekleştirmiş olduğu bir çalışmada da aşağıdaki göstergelere odaklanmıştır (bkz, IMF WOE Ekim 2007). Kısacası artık 2000’li yıllarda oluşan yeni finansal yapıda sadece kuramsal olarak üç nesilde sınıflandırılan finansal krizlerin yanı sıra, kriz sayılmayacak ancak piyasaların normal seyri içerisinde kabul edilmeyecek kadar keskin dalgalanmaların yaşandığı bir döneme girildiği görülmektedir. Bu yeni durumda ise özellikle ikinci ve üçüncü nesil finansal krizlerin merkezinde yer alan “belirsizlik”, “piyasa güveni” ve yatırımcıların “risk iştahı” gibi kavramların ölçülmesine, değerlendirilmesine yönelik göstergelerin oluşturulmasına ve izlenmesine neden olmuştur.

Aşağıda ise özellikle 2006 Mayıs dönemi sonrası piyasalarda yaşanan dalgalanmaların izlenmesi ve değerlendirilmesi çerçevesinde kullanılan değişkenlerin, gelişmiş finansal piyasalarda huzursuzluk yaratan “olay”ların (1987 krizi, 1998 Rusya Krizi, 2000 Bilişim Teknoloji Krizi-IT Krizi-, 11 Eylül terörist saldırıları ve cari dalgalanma) aylık bazda öncesi ve sonrası gelişimleri sunulmaktadır. Bu ilgili dönemlerde volatilitedeki gelişimin değerlendirilmesi amacıyla yapılmaktadır. Bunlara kabaca yeni nesil uluslar arası volatilité göstergeleri nitelemesi getirilebilir.

**Grafik 10: VIX ve Değişimi (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre)**



VIX endeksi Uluslararası Para Fonunun bu çalışmasına ek olarak, diğer uluslararası yayınlar ve raporla birlikte BDDK-SGD tarafından da izlenmektedir. Yeni nesil uluslararası volatilité göstergelerinin başında yer alan VIX endeksi görece yeni bir endekstir<sup>5</sup>.

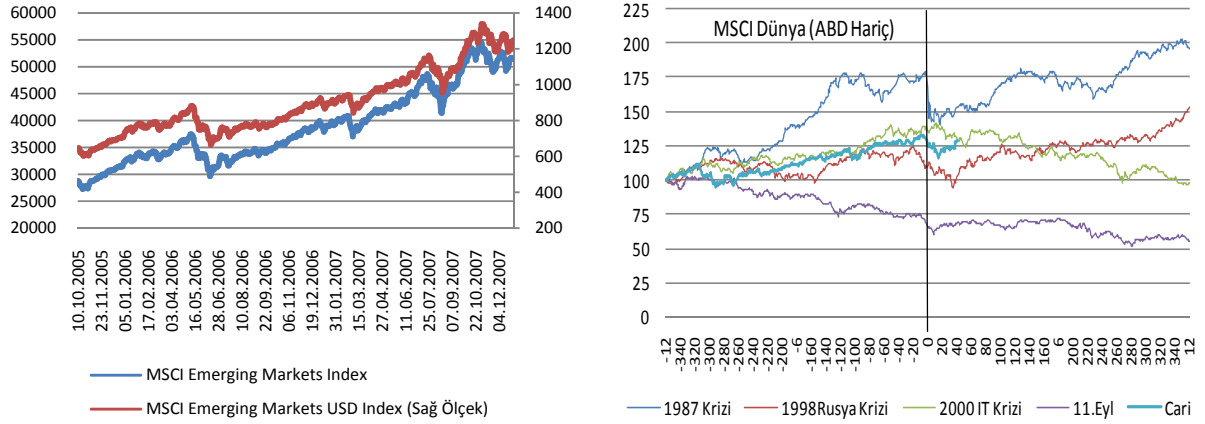
<sup>5</sup> Buna göre;  $\sigma^2 = \frac{2}{T} \sum_t \frac{\Delta K}{K_t^2} e^{RT} Q(K_t) - \frac{1}{T} \left[ \frac{F}{K_0} - 1 \right]^2$ ;  $\sigma = \text{VIX}/100$ , T= zaman, F=opsiyon fiyatları forward indeks düzeyi; K= opsiyon eşik (strike) fiyatı;  $\Delta K_t = \frac{\Delta K_{t+1} - \Delta K_{t-1}}{2}$ , yani  $K_t$ 'nin eşit fiyatın aralığı olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca R=risksiz faiz oranı,  $K_0$  forward indeks düzeyinin altındaki ilk eşit fiyatını ve  $Q(K_t)$  de  $K_t$  eşik fiyatlı opsiyonun bid-ask spreadleri orta noktasını ifade etmektedir (Detaylı ve örnek hesaplamalar için CBOE 2003 yılı “white paper”ına bakınız).

Ayrıca 26 Mart 2004 tarihinde VIX endeksi üzerinden futures işlemleri de CBOE futures borsasında başlamıştır. 2006 yılında da VIX opsiyon borsasında işleme açılmıştır. Böylece VIX, özellikle yatırımcıların “risk iştahı” göstergelerinin en önemlisi olarak, özellikle 2006 yılından itibaren yakından izlenen bir değişken haline gelmiştir.

VIX endeksi 1993 yılında Şikago Opsiyon Borsası (Chicago Board Options Exchange-CBOE-) tarafından CBOE Volatilite Endeksi olarak yayımlanmaya başladı. Bu tarihten itibaren ise hisse senedi piyasası volatilitesi için temel bir gösterge haline gelmiştir. Daha sonra 2003 yılında yöntemi güncelleştirilerek kapsamı CBOE S&P 100 Index’inden (OEX) CBOE S&P 500 Index’ine genişletilmiştir (SPX) (CBOE, 2003).

VIX endeksinin değerlendirilmesine temel oluşturan ölçüt endeksin puan olarak düzeyidir. Endeksin yükselmesi oynaklığın arttığına işaret ederken yatırımcı güvenindeki azalmaya işaret etmektedir. Nitekim yukarıdaki grafikte VIX endeksinin 2006 yılı Mayıs ayında ve 2007 yılı Temmuz ayında yükseldiği görülmektedir. Elbette düzeyin yanı sıra endeksin değişimi de izlenmektedir. Örneğin Uluslararası Para Fonu endeksin belirli “olaylar” öncesi ve sonrası endeksteği değişimi incelemiş ve endeksteği değişimin olay öncesi ve sonrasında yüksek düzeyde seyretmesi üzerinde yoğunlaşmıştır. Piyasaların izlenmesi bakımından endeksin eğilimi kadar mevcut düzeyi de öncem taşımaktadır. Tarihsel olarak bakıldığında endeksin değerinin 20 puanın üzerine çıkması piyasada oynaklığın arttığına, güvenin azaldığına ve bir baskı oluştuğuna işaret olarak görüldüğü tespit edilmiştir.

Uluslararası Para Fonu’nun yararlandığı ve BDDK-SGD’de dahil bir çok kurum ve araştırmacı tarafından kullanılan bir diğer gösterge de MSCI endeksleridir. Morgan Stanley Capital International tarafından hazırlanan bu endeksler temel olarak belirli gruplar halinde ele alınan borsaların veya hisse senetlerinin performansını ölçmek amacıyla kullanılmaktadır. Farklı türde ve farklı bölgesel gruplara ilişkin çok sayıda alt endeks hazırlanmaktadır. MSCI Varlık piyasasına dair endeksler Laspeyres’in ağırlıklı aritmetik ortalama esasına göre hesaplanmaktadır. MSCI endeksleri hem yerel para birimleri cinsinden hem de ABD doları cinsinden hesaplanmaktadır. Ayrıca sadece mevcut fiyat düzeyine ek olarak brüt ve net getiri endeksleri de hazırlanmaktadır. Ancak makro gözetim açısından sıklıkla karşılaşılan endeksler MSCI Dünya (World) ve MSCI Yükselen Piyasalar Endeksidir (Emerging Markets Free Index)(MSCI, 2006).

**Grafik 11: MSCI Yükselen Piyasalar (Dolar ve Yerel Fiyat) ve MSCI Dünya (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre)**

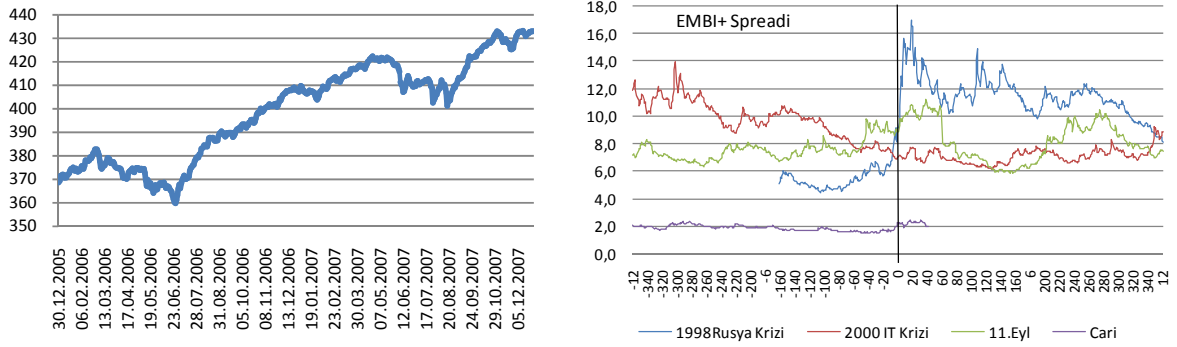
Yukarıdaki grafikte de yer alan ve temelinde geniş kapsamlı bir borsa endeksi olan MSCI varlık endeksleri, birçok araştırmacı ve kurum tarafından sıklıkla kullanılmaktadır. Endekslerin yorumlanması ise sonuç olarak tüm borsa endeksleri ile paraleldir.

Bölgesel ekonomik ve finansal göstergelerin başında JPMorgan tarafından hazırlanan ve yayımlanan EMBI+ bileşik endeksi ve endeksin alt ülke bileşenleri gelmektedir. Özellikle ikinci nesil finansal krizler ertesinde önem kazanan ve makro gözetim faaliyetlerinin değişmez göstergelerinden biri olmuştur. EMBI+, yükselen piyasa ekonomileri için piyasa kapitilizasyonu ile ağırlıklandırılmış, ABD doları cinsi Brady Bonoları, Eurobondlar ve işlem gören kamu borçlanma senetlerinden oluşmaktadır. Günlük olarak 31 Aralık 1993 tarihinden itibaren yayımlanmaktadır. EMBI+ çerçevesinde yükselen piyasa ekonomisi sınıfına girmek için Moody's veya S&P Derecelendirme Şirketlerince Baa1/BBB+ veya altında nota sahip olmak yeterlidir.

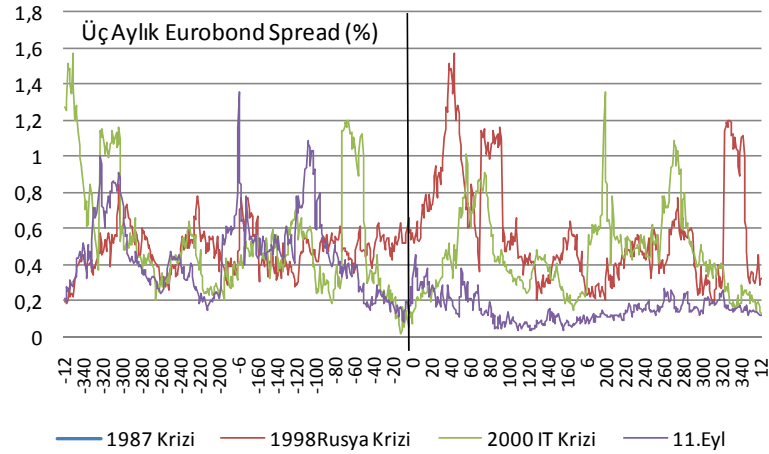
**Tablo 9 EMBI+ Endekse Alınma Ölçütleri**

EMDI+ Giriş Şartları	Açıklama
Ülke Şartları	Moody's/S&P Derecesinin Baa1/BBB+ veya altında olması
Yatırım Aracı Şartları	
• Asgari İhraç Tutarı	500 Milyon ABD Doları
• İlk Giriş için Vade Şartı	Asgari 2,5 Yıl
• Endeskte kalmak için Vade Şartı	Vade kalan süre en az 1 yıl
Likidite Ölçütü	Asgari Bid/Ask spreadi ve araçlar arası işlem hacmi kotası gibi bazı likidite şartlarını yerine getirmek

Kaynak: JPM

**Grafik 12: EMBI+ (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre)**

EMBI+ küresel finansal piyasalardaki gelişmelere paralel olarak yatırımcıların talebi üzerine oluşturulmuş bir dizi endeksten bir tanesidir (Kim, Byun, & Ying, December 2004). Nitekim zaman içerisinde gelişmekte olan veya yükselen piyasa ekonomilerinin küresel piyasadan borçlanma olanaklarının küresel likiditeye de bağlı olarak artması bu ülkelerin dolar cinsinden borçlanmaları hızlanmıştır. Sonuç olarak bono fiyat endekslerine ek olarak bonoların risksiz getiri sağlayan ABD Bono getirisinden farkı (spread) de önemli bir gösterge haline gelmiştir. Bu tahvillerin ikincil piyasadaki *spreadi* tüm kurumlarca izlenir olmuştur.

**Grafik 13: Eurobond Spreadi (Olay Öncesi ve Sonrası Aylara Göre)**

Uluslararası Para Fonu geleneksel veri setine ek olarak finansal piyasalardaki son dönem türbülansını incelerken özellikle ipotekli konut kredisi piyasasına yönelik olarak “yüksek getirili kredi spreadlerini”, “tüketici kredisi hacmini” de analizlerine dahil etmiştir. Ayrıca piyasa güvenine ilişkin olarak ABD ekonomisi için Conference Board’un hazırladığı tüketici güven endeksini ve Euro Alanı için Alman IFO beklenti endeksini kullanmıştır.

### 5.2.2 BDDK-SGD’ce Kullanılan ve Diğer Ulusal Raporlardaki Yeni Nesil Göstergeler

Yeni nesil gösterge olarak nitelendirilebilecek diğer temel göstergeler incelendiğinde iki değişkenin öne çıktığı görülmektedir. Bunlardan biri ITraxx Crossover Endeksi diğeri de ABX.HE ipotekli konut kredileri endeksidir.

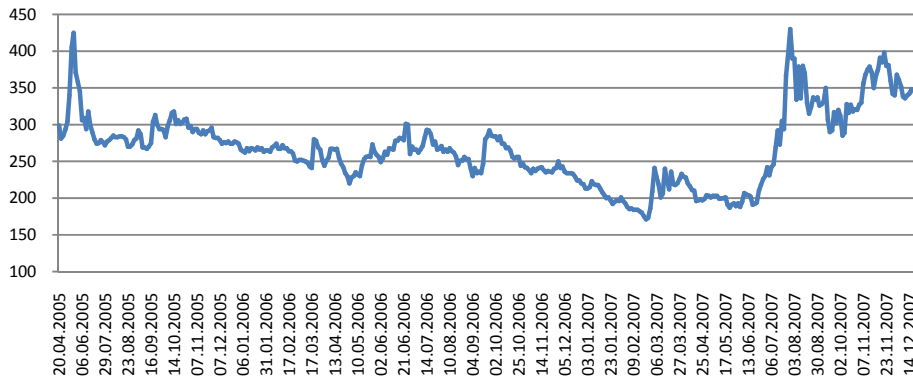
**Tablo 10 ITraxx Endeskleri**

Grup	Tür	Endeks Adı	Kurum Sayısı	Tanımlama
Avrupa	Benchmark Endeskler	iTraxx Europe	125	Endeksin hareketli hesaplanmasından 6 öncesine ait en aktiflerden oluşur.
		iTraxx Europe HiVol	30	iTraxx Europe endeksinin en risklilerinden oluşur.
		iTraxx Europe Crossover	50	Sub-investment grade altı dereceli firmalardan oluşur.
	Sektör Endeskleri	iTraxx Non-Financials	100	Finansal olmayan şirketler
		iTraxx Financials Senior	25	
		iTraxx Financials Sub	25	
		iTraxx TMT	20	Telekom, medya ve teknoloji
		iTraxx Industrials	20	Sanayi
		iTraxx Energy	20	Enerji
		iTraxx Consumers	30	Tüketim ürünü üreticileri
		iTraxx Autos	10	Otomotiv End.

Kaynak: Markit

Özellikle artan risk ayrıştırması ve risk transferlerinin bir sonucu olarak doğan kredi temerüt swapı (CDS) endeksleri üzerinden geliştirilen ITraxx Crossover Endeksi piyasada beklentilerin izlenmesinde sıklıkla kullanılır hale gelmiştir. Bu endeksler ise Avrupa, Japonya ve Japonya dışı Asya’yı bölgesel olarak kapsayan CDS endekslerinin bir türevi niteliğindedir. International Index Company (IIC) tarafından yönetilen ITraxx endekslerine ek olarak Kuzey Amerika bölgesi için CDX endeksleri de bu sınıflandırmada yer almaktadır. Markit firması ile IIC arasında endekslerin hesaplanması ve yayımlaması anlaşması söz konusudur.

**Grafik 14: ITraxx Crossover EU5**



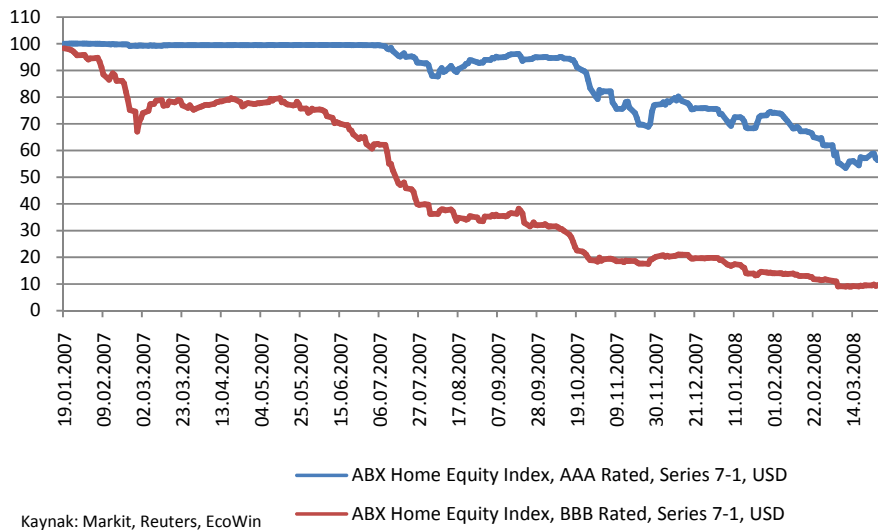
Kredi piyasasındaki genişlemenin özellikle *subprime* yani kredi derecesi düşük müşterilere yansmasıyla ITraxx Crossover gibi bu müşterilerin kredi temerrüdünün fiyatlanmasına ilişkin bilgiler yeni dönemde önem kazanmıştır. ITraxx Crossover'dan BBB-/Baa3/BBB- (Fitch/Moody's/S&P) dereceli ve durağan görünümlü veya daha yüksek dereceli kuruluşlar hariç tutulmaktadır.

ITraxx Crossover endeksindeki yükselme spreadlerin arttığı anlamına gelmekte olup, düşük dereceli firmalara yönelik yatırımcı güveninin azaldığına işaret etmektedir.

Bu tür endekslerden bir tanesi de ABX endeksleridir. ABX.HE endeksi Ocak 2006 itibarıyla, CDS Indexco ve Markit tarafından sunulmaktadır. ABX.HE, bir sentetik varlığa dayalı kredi türevi endeksi olarak tasarlanmış ve temel olarak konut kredilerini almıştır. Bu endeksin alt unsurlarından birini de eşik altı ipotekli konut kredisi subprime mortgage CDS'leri oluşturmaktadır.

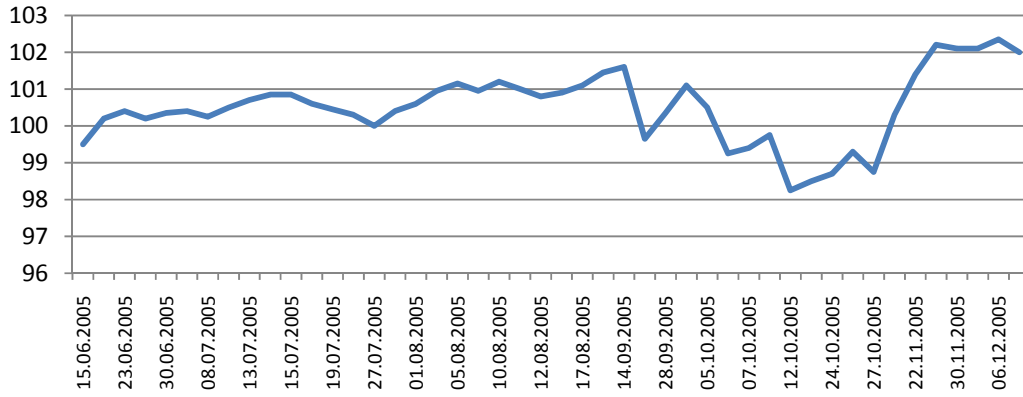
ABX.HE Markit firmasının hazırlanan endekslerin piyasa yapıcıları endeksin ilk hazırlandığı dönemde ABN AMRO, Bank of America, Barclays Capital, Bear Stearns, BNP Paribas, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, RBS Greenwich, UBS ve Wachovia gibi finansal kuruluşları içermektedir. Markit firmasına göre, günlük fiyat hacim gibi bir dizi veriyi belirli derecelerdeki kredi müşterileri için sürekli şekilde sunulması endekse dahil edilme için ölçüt olarak belirtilmiştir (Markit, 2006). Bu endekste 20 adet CDS yer almakta olup, ABD düşük kaliteli konut kredisi esaslıdır. Dow Jones CDX ve iTraxx ailesi kredi türevi endeksleriyle benzer bir yapı arz etmektedir.

**Grafik 15: Markit ABX-HE-AAA ve BBB 07.1 Endeksleri**



Dow Jones CDX endeksleri de Kuzey Amerika ve yükselen piyasalar için (emerging market) kredi türevi endeksleridir. Temel amacı kredi türevlerinin belirli alanlarının performansının bazı eşik (benchmark) getirilere göre ölçümü olarak ifade edilmektedir. Örneğin Dow Jones CDX.NA.IG Endeksi(IG Index”) Kuzey Amerika’da yerleşik 125 yüksek dereceli firmanın beş alt sektörde değerlendirilmesinden oluşmaktadır. Dow Jones CDX.EM Endeksi ise (i) Latin Amerika, (ii) Doğu Avrupa ,Orta Doğu ve Afrika (EEMEA); ve (iii) Asya olmak üzere üç bölge için ayrıştırılmıştır (DowJones, 2005).

**Grafik 16: DowJones CDX.EM 10**



ABX.HE dışındaki tüm göstergelere Reuters, Bloomberg gibi kaynaklardan gerekli üyelikler sonucunda ulaşmak mümkündür. Küresel piyasada işlem gören bu endeksler kendi hazırlayıcı yatırımcı kuruluşlarında büyük bilgi, veri haber kaynaklarına satılmakta ve kullanıcılara bu kanallarla dağıtılmaktadır. ABX.HE endeksleri ise Markit firmasının İnternet sitesinde sınırlı veri açılımıyla ücretsiz olarak sunulmaktadır.



## 6 SONUÇ VE GENEL DEĞERLENDİRME

2006 yılı Haziran ayı ortalarında ve 2007 yılı Şubat ve Temmuz/Ağustos döneminde dünya piyasalarında yaşanan gelişmeler, 1997-99 döneminde gerçekleşen kriz ve dalgalanmadan sonra yeniden ortaya çıkan en büyük boyutlu harekettir. 1990'lı yılların sonlarındaki kriz dönemi sonrasında, 2000-2003 küresel resesyonu yaşanmış, bunu takiben 2002-2006 döneminde ekonomiler hızlı bir genişleme sürecine girmiştir. Genişleme döneminde ortaya çıkan enflasyonist baskılar ise 2004'ten itibaren daraltıcı politikalar uygulanmasını gündeme getirmiştir.

1990'larda yaşanan krizlere ilişkin ampirik modeller daha çok "döviz kuru krizleri"ne odaklanmaktadır. Bu durum temel olarak makroekonomik yapıdaki bazı bozuklukların dış açık bir ekonomide son tahlilde bir "kriz" ile ortaya çıkması olarak görülmüştür. Nitekim finansal krizlerin yaşandığı gelişmekte olan ülkelerde ilk önce ya kamu kesimi dengesindeki bozulmalardan ya da doğrudan parasal genişlemeden kaynaklanan bir durumun krize dönüşmesi üzerinde durulmuştur. Ancak daha sonraları beklentilerin ve finansal piyasaların ve bankacılık kesimi ile firmalar kesiminin bilançolarının önemi görülmüş ve ikinci ve üçüncü nesil finansal kriz modelleri ileri sürülmüştür. Literatüre incelendiğinde küresel finansal sistemi de etkileyen bu krizlerin hepsinin temelinde gelişmekte olan ülkeler ve/veya yükselmekte olan piyasa ekonomileri yer almaktadır.

Ancak 2000'li yıllara gelindiğinde uluslar arası finansal piyasalarda bazı dönüşümler gözlenmektedir. Bunlar ise temelde risk ölçüm tekniklerindeki gelişmeyle birlikte artan karmaşık finansal ürün çeşitliliği, artan finansal küreselleşme ve genel olarak küresel likitide bolluğudur. Bu ortamda başta ABD olmak gelişmiş ülke ekonomilerinde güçlü düzeyde devam eden yurtiçi talep yüksek cari işlem açığına neden olurken özellikle Asya ekonomileri kendi dış ticaret fazlalarını ABD doları cinsinde rezerv birikimine giderek doların göreceli değerini korumasını sağlamışlardır. Aynı zamanda da küresel likidite artışına neden olurken gelimekte olan ülkelerin borçlanma olanakları iyileşmiştir.

Böylesi bir ortamdan bir anda 2006 yılının Haziran ayından itibaren yeni bir döneme girildiği görülmektedir. Bu dönemde esas olarak iki unsur öne çıkmaktadır; (1) Gelişmiş ülke piyasalarında (özellikle de ABD ekonomisinde) yavaşlama belirtilerinin artarak durgunluk sinyali olarak yorumlanması ve buna bağlı olarak ani daralma süreci yaşanacağı endişeleri; (2) 2000'li yılların başlarından beri süregelen olumlu beklentilerin etkisiyle şişen varlık fiyatları ve aşırı risk alımının başta kredi piyasası olmak üzere finansal piyasalarda yarattığı kırılganlığın, yüksek riskli mortgage (eşik altı konut kredisi) piyasasından başlayarak çözülme noktasına gelmesidir.

Bu unsurlardan ilki 2006 Haziran ve 2007 Şubat ayındaki dalgalanmalarda da etkili olarak daralma ve fiyat istikrarına ilişkin politikaların ölçüsüz iniş ve kriz benzeri daralma süreci yaratabileceği beklentilerini beslemiştir. Uzun zamandır devam eden küresel makroekonomik konjonktür içerisinde büyüme ve genişleme yönlü gelişmelerin oluşturduğu fiyat artış baskılarının ülkeleri yeni politika uygulamalarına yöneltmesi sonucunda, gelişmiş piyasa ekonomilerinde tedrici faiz artırımına 2004 yılından bu yana devam edilmekte, fiyat artışları kontrol altında tutulmaktadır. Ancak bu politikalar aynı zamanda dünyada yeni bir ters devresel hareket başlayacağına ilişkin olumsuz senaryoya da temel teşkil etmektedir. Özellikle dünyanın lider ülkesi konumundaki ABD'deki resesyon gibi belirtiler piyasa oyuncularında ani inişe ilişkin olumsuz senaryo beklentilerini beslediğinden panik algısı doğurmaktadır. Makroekonomik konjonktürdeki yeni politika yönelimi, tedrici, kontrollü ve ülkelerarasında koordineli bir biçimde sürdürülebildiği sürece dünya ekonomilerinde finansal krizlerin derinliğinin ve yaygınlığının artmasını engelleyebilecektir.

2007 Temmuz dönemi dalgalanmasında da ilk unsur tüm bileşenleri ile etkili olmuştur. Küresel kapitalist sistemdeki gelişimde, uzun dönemli küresel makro dengesizlikler, büyüme-enflasyon ilişkisi ve işgücü piyasalarındaki gelişmeler aslî unsur olarak yer almaktadır. Ancak, dalgalanmanın ortaya çıkmasında yüksek riskli mortgage piyasasındaki gelişmeler tetikleyici olmuştur. Dalgalanmada finansal kurum ve ürünlerde aşırı risk alımı ile karmaşık finansal ürünler de riskin boyutunu büyütürken bulaşıcılığını arttırmıştır. Mikroekonomik açıdan bakıldığında tedrici yükseltelen faiz oranları kredi piyasalarında maliyeti yükselterek arz ve talep dengesini bozmuş, kredilerin geri dönmeme sürecine yol açmıştır. Finansal piyasalarda oyuncular (borçlu kesim) yeni fiyat sürecine intibak edememekte, aşırı risk alımı ve genişleme sonucu iflaslar yaşanmakta, türev finansal ürün bağlantıları nedeniyle kurumlar arasında bulaşarak kredi iflaslarının yaygınlaşmasına neden olmaktadır. İflaslar ve piyasa paniği parasal otorite ve denetim kurumlarının aldığı tedbirlerle yatıştırılmış görünmektedir. Günümüzde sürecin etkileri ABD ve Avrupa'da önde gelen mali kurumların açıkladığı zarar veya azalan kâr oranları ile devam etmektedir. Dünyada büyük ölçekli kurumlara önemli boyutta bulaşmış olması finansal piyasalardaki tedirginliğin yüzeysel olmadığını göstermektedir. Hâlihazırda riskler banka ve finansal kurumlar tarafından karşılanabilir düzeyde olsa da belirsizlik unsuru bekleyişleri olumsuz etkilemektedir.

## KAYNAKÇA

- Babic, A., & Zigman, A. (2001). *Currency Crises: Theoretical and Empirical Overview of the 1990s*. Croatian National Bank: <http://www.hnb.hr/publikac/pregledi/s-005.pdf> adresinden alınmıştır
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics* , 1 (1), 35-54.
- CBOE. (2003). *VIX White Paper*. Chicago: CBOE.
- Dornbusch, R. (1999). Financial Crises: What Have We Learned From Theory and Experience. *Essays in Honor of Robert F. Flood* . Washington DC: IMF .
- DowJones. (2005). *A Guide to Dow Jones CDX Indexes*. Dow Jones.
- Evans, O., Leone, A. M., Gill, M., & Hilbers, P. (2000). *Macroprudential Indicators of Financial System Soundness*. Washington DC: IMF.
- Feldstein, M. (2006). The Return of Saving. *Foreign Affairs* .
- Flood, R. P., & Garber, P. M. (1984). Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples. *Journal of International Economics* , 17 (1-2), 1-13.
- Greenspan, A. (2005). Risk TRansfer and Financial Stability. *Federal Reserve Bank of Chicago 41st Annual Conference on Bank Structure*. Chicago: FED-Chicago.
- IMF. (2007 Nisan). *Global Financial Stability Report*. IMF.
- IMF. (2007). *World Economic Outlook*. Washington DC: IMF.
- Isard, P., Razin, A., & Rose, A. (2000). *International Finance and Financial Crises: Essays in Honor of Robert P. Flood Jr.* Washington DC: IMF; Kluwer Academic Publishers.
- Kaminsky, G. L. (2003). Varieties of Currency Crises. *NBER Working Paper* (WP10193), 1-31.
- Kaminsky, G., & Reinhart, C. (1999). The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. *American Economic Review* , 89 (3), 473-500.
- Kazgan, G. (2005). *Küreselleşme ve Ulus-Devlet / Yeni Ekonomik Düzen*. İstanbul: Bilgi Üniversitesi.
- Kim, G. M., Byun, J., & Ying, A. (December 2004). *Emerging Markets Bond Index Plus (EMBI+) Rules and Methodology*. JPMorgan Emerging Markets Research.
- Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K., & Wei, S. (2006). Financial Globalization: A Reappraisal. *IMF Working Paper* (WP/06/189), 1-94.
- Krugman, P. (2001). *Crises: The Next Generation?* <http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>. adresinden alınmıştır

- Markit. (2006). *Index Methodology for the ABX.HE Index for the Sub-Prime Home Equity Sector*. Markit.
- Mishkin, F. (1992). Anatomy of a Financial Crisis. *Journal of Evolutionary Economics* , 2, 115-130.
- Mishkin, F. (2001). Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries. *NBER Working Papers* (WP 8087), 1-40.
- Mishkin, F. S. (2006). *The Next Great Globalization:How Disadvantaged Nations can Harness Their Financial System to Get Rich*. New Jersey: Princeton University Press.
- MSCI. (2006). *MSCI Methodology Book: Index Calculation Methodology*. Morgan Stanley Capital International Inc.
- OECD. (2007). *The Private Equity Boom*. DAF/CMF(2007)2/PART2, OECD, Paris.
- Ongun, T. (1993). Finansal Globalleşme. *Ekonomik Yaklaşım* , 4 (9), 35-46.
- Rodrik, D. (2006). Goodbye Washington Consensus, Hello Washington Confusion? A Review of the World Bank's Economic Growth in the 1990s: Learning from a Decade of Reform. *Journal of Economic Literature* , XLIV, 973–987.
- Roubini, N. (2008). *RGE Monitor*.
- Williamson, J. (1999). Latin American Adjustment: How much has Happened. *Institute for international Economics* .
- Yeldan, E. (2004). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*. İstanbul: İletişim.



BANKACILIK  
DÜZENLEME VE DENETLEME  
KURUMU

Atatürk Bulvarı No:191 06680 Kavaklıdere / ANKARA

Tel : (0312) 455 65 29 Fax: (0312) 424 17 42

[www.bddk.org.tr](http://www.bddk.org.tr)